

UNIVERSIDADE ESTÁCIO DE SÁ
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO E DESENVOLVIMENTO
EMPRESARIAL

A INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS NEGOCIADAS NA BOVESPA

MÁRCIO PITZER

Rio de Janeiro
OUTUBRO/2011

MÁRCIO PITZER

**A influência do nível de Governança Corporativa no valor de mercado
das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa**

Dissertação apresentada no Mestrado em
Administração e Desenvolvimento Empresarial
da Universidade Estácio de Sá como requisito
parcial à obtenção do título de Mestre em
Administração e Desenvolvimento Empresarial.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Carlos Magalhães
da Silva

Rio de Janeiro
OUTUBRO/2011

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

P692Pitzer, Márcio

Influência do nível de governança corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA.– Rio de Janeiro, 2011.
93f. ; 30cm.

Dissertação (Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial)–
Universidade Estácio de Sá, 2011.

1. Governança corporativa. 2. Bolsa de Valores de São Paulo. I. Título.

CDD658.152



UNIVERSIDADE ESTÁCIO DE SÁ
Programa de Pós-Graduação em Administração e Desenvolvimento Empresarial

A dissertação

**A INFLUÊNCIA DO NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DE
MERCADO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NEGOCIADAS NA
BOVESPA**

elaborada por

MÁRCIO PITZER

e aprovada por todos os membros da Banca Examinadora foi aceita pelo Curso de
Mestrado Profissional em Administração e Desenvolvimento Empresarial como
requisito parcial à obtenção do título de

MESTRE EM ADMINISTRAÇÃO E DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL

Rio de Janeiro, 26 de outubro de 2011.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Antonio Carlos Magalhães da Silva
Presidente
Universidade Estácio de Sá

Prof. Dr. Paulo Roberto da Costa Vieira
Universidade Estácio de Sá

Prof. Dr. Osmani Teixeira de Carvalho Guillén
Ibmed/RJ

À minha esposa, com amor, admiração e gratidão por sua compreensão e carinho durante a elaboração deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Antônio Carlos Magalhães da Silva, meu orientador, pelas valiosas contribuições ao longo do desenvolvimento deste trabalho, com seu vasto conhecimento e suas abordagens sempre práticas e rápidas na solução das dificuldades enfrentadas.

A minha família, em especial minha esposa Roberta Esteves Kneipp Pitzer e meu filho Arthur Kneipp Pitzer pelo apoio, compreensão e paciência nas horas que foram dedicadas aos estudos e me mantiveram ausentes do convívio familiar, impedindo de lhes dar a atenção merecida.

Ao Prof. Dr. Paulo Roberto da Costa Vieira por todo conhecimento estatístico e matemático passado em suas aulas do mestrado, bem como ao tempo dedicado para sanar as dúvidas e dividir sua experiência.

Por fim, a todos os professores do programa de Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial, pois contribuíram significativamente na construção do conhecimento necessário ao desenvolvimento deste trabalho.

RESUMO

O tema Governança Corporativa se tornou assunto de trabalhos acadêmicos na última década, especialmente após problemas contábeis envolvendo grandes empresas, os quais acarretaram novas exigências para negociações em bolsas ao redor do mundo. Com esta importância, vários trabalhos surgiram procurando analisar a relação entre boas práticas de Governança Corporativa e o valor de mercado das empresas.

Este trabalho procura analisar se a correlação entre a boa governança e o valor de mercado pode ser identificada e mensurada através de uma abordagem quantitativa. Para tal são utilizadas as ferramentas de cálculo de retornos anormais com o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado na forma logarítmica, a metodologia de Estudo de Eventos e testes paramétricos de análise de média, bem como não paramétricos.

A compreensão dos impactos da governança no valor das ações das empresas é importante para se entender os motivadores da implementação da governança, sejam por retornos financeiros sobre os investimentos feitos, sejam por necessidades regulamentais e existências de controles para negociação de títulos. Este conhecimento é especialmente valioso para os acionistas minoritários que não têm interferência direta nas ações tomadas pelos executivos que comandam as empresas e/ou nas estratégias definidas pelos acionistas controladores.

Conforme os resultados obtidos nas três diferentes abordagens propostas no trabalho, não foi possível identificar nenhuma correlação entre os níveis de governança e o valor de mercado das empresas. Tal resultado só reforça a necessidade da existência de leis e normas que garantam a implementação de boas práticas de governança, garantindo a proteção do capital dos acionistas e diminuindo os problemas de conflito de agência.

Palavras-chave: Avaliação de Risco, Governança Corporativa, Métodos Quantitativos, Teoria de Agência.

ABSTRACT

The theme corporate governance has become subject of several academic papers over the last decade, especially after accounting problems occurred in big companies that resulted in new demands affecting negotiations in the stock markets around the world. With this importance, several studies have begun trying to demonstrate the relationship between good corporate governance practices and the value of companies.

This thesis examine whether this correlation between good governance and market value can be identified and measured using a quantitative approach. This thesis use the follow tools: calculate abnormal returns with the model of returns adjusted to market in logarithmic form, Event Study Methodology, parametric tests of average analysis and nonparametric tests.

To comprehend of the impact of governance on the stock value it is important to understand the drivers of the implementation of governance, whether by financial returns on investment or by regulatory needs and controls requirements. This knowledge is especially valuable for minority shareholders who have no direct influence in the actions taken by the executives or strategies set by the controlling shareholders.

According to the results obtained in the three different approaches proposed in this paper, there isn't correlation between levels of governance and the stock value. This result reinforces the need for the existence of laws and regulations to ensure the implementation of good governance practices, ensuring the protection of shareholders capital and reducing the agency problem.

Key words: Risk Assessment, Corporate Governance, Quantitative Methods, Theory of Agency.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Esquema geral de janelas	57
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Grupo de Ações Nível 1	65
Tabela 2 – Grupo de Ações Nível 2	65
Tabela 3 – Grupo de Ações Novo Mercado	65
Tabela 4 – Janelas de estimação e evento - Energia.....	67
Tabela 5 – Retorno acumulado - Energia	68
Tabela 6 – Janelas de estimação e evento - Indústria	69
Tabela 7 – Retorno acumulado - Indústria	69

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1. Contexto	11
1.2. Formulação do problema	12
1.3. Objetivos	13
1.4. Hipóteses	13
1.5. Relevância social e científica	15
1.6. Delimitação.....	16
1.7. Definição dos termos.....	17
2. REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1. Governança Corporativa	21
2.2. A Governança Corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo	25
2.3. Conceitos sobre Governança Corporativa	29
2.4. Estudos internacionais sobre Governança Corporativa	32
2.5. Estudos sobre Governança Corporativa no Brasil	36
3. METODOLOGIA	44
3.1. Tipo da Pesquisa.....	44
3.2. Abordagem	44
3.3. Seleção e coleta dos dados	45
3.4. Tratamento dos dados.....	48
3.5. Limitação do método.....	60
4. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	62
4.1. Teste 1 – Comparação de grupos com e sem Governança Corporativa	62
4.2. Teste 2 – Comparação de grupos com níveis diferenciados de Governança Corporativa.....	64
4.3. Teste 3 – Comparação de empresas antes e depois de aderir a níveis diferenciados de Governança Corporativa	67
5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	71
6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	74
7. ANEXO I – COMPOSIÇÃO DO IBOVESPA.....	79
8. ANEXO II – TABELA DE CODBDI - RELAÇÃO DOS VALORES PARA CÓDIGOS DE BDI.....	81
9. ANEXO III – AÇÕES DO SEGMENTO DE ENERGIA	82
10. ANEXO IV – AÇÕES DO ÍNDICE DO SETOR INDUSTRIAL	84

11.	ANEXO V – COEFICIENTES DE α E β PARA CÁLCULO DO RETORNO ESPERADO.....	87
12.	ANEXO VI – RETORNOS ANORMAIS CALCULADOS	89
13.	ANEXO VII – RESULTADOS DO TESTE 1	91
14.	ANEXO VIII – RESULTADOS DO TESTE 2.....	92
15.	ANEXO IX – RESULTADOS DO TESTE 3 – ENERGIA.....	93
16.	ANEXO X – RESULTADOS DO TESTE 3 – INDÚSTRIA	94

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto

O termo Governança Corporativa ganhou destaque na última década, especialmente após os escândalos contábeis envolvendo empresas americanas como Enron, Worldcom e Tyco. Com isso, governos, instituições reguladoras e bolsas de valores de todo o mundo iniciaram a implantação de normas e leis que exigiam a adoção de boas práticas de governança em vários países do mundo.

A implantação de controles e procedimentos para se adequar às exigências de boas práticas de governança exigidas para negociação em algumas bolsas, como no caso da bolsa de Nova York (NYSE), exigiu investimentos consideráveis nas empresas.

Algumas instituições iniciaram movimentos que sugeririam a adoção de novas práticas de governança pelas empresas de forma voluntária e sem obrigações legais. Como exemplo, pode-se mencionar os níveis diferenciados de Governança Corporativa das empresas da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). É possível negociar normalmente as ações sem estar em um dos níveis diferenciados, mas com adoção de controles e procedimentos estabelecidos pela Bovespa, a empresa pode receber um reconhecimento e ter sua ação classificada como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. Outro exemplo é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que incentiva a adoção de melhores práticas de governança com a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para o aumento da transparência.

Os motivadores para implantação de controles que busquem melhorar a Governança Corporativa das empresas podem ser vários. O primeiro é legal e regulamentar, este não precisa de maiores explicações ou estudos, uma vez que se não for implementado a empresa sofrerá sanções legais ou será impedida de negociar seus ativos. Outro motivador é de manter a transparência com o mercado de forma espontânea, tendo como principal ponto a obrigação de assegurar o mesmo nível de informações com todos os investidores. A diferença deste motivador para o que será relatado a seguir é que não se espera uma contrapartida deste investimento, a não ser o

cumprimento do dever de informar e prestar contas das realizações corporativas. A terceira abordagem que pode ser um forte motivador às empresas é a obtenção de retorno pela implementação dos controles diferenciados ou de níveis melhores de governança. Este retorno pode ser de maior liquidez das ações, uma melhor avaliação de mercado, um preço maior das ações com relação aos seus concorrentes, entre outros. Este último motivador está explícito na definição de governança adotada pelo IBGC.

Este trabalho procura analisar o terceiro ponto relatado acima, ou seja, verificando se existe valorização das ações das empresas que investem em melhores controles e práticas de governança. Para tal, são analisados os trabalhos e as pesquisas sobre o tema, suas abordagens e metodologias, bem como são utilizados dados do mercado de ação para aplicação de testes que possam confirmar ou refutar a existência dos retornos mencionados.

1.2. Formulação do problema

Os investimentos para implementação e manutenção de práticas de Governança Corporativa Diferenciada são altos. Os investimentos não se limitam a implantação dos controles e procedimentos exigidos, a estrutura necessária para manutenção e geração de informações ao mercado também são custosas. É neste sentido que este trabalho é norteado para a seguinte pergunta:

As ações do mercado à vista da Bovespa de empresas brasileiras de capital aberto com níveis diferenciados de Governança Corporativa são mais valorizadas que aquelas de empresas que não possuem níveis diferenciados?

1.3. Objetivos

Principal

Analisar se as empresas brasileiras de capital aberto com níveis diferenciados de Governança Corporativa possuem maior valorização de suas ações no mercado à vista da Bovespa do que as que não possuem.

Intermediários

- Verificar se o valor das ações das empresas varia positivamente quanto maior for o nível de governança que esta possui, tendo em vista os três níveis de governança estabelecidos pela Bovespa.
- Analisar se a adesão a níveis diferenciados de governança altera o valor das ações das empresas negociadas no mercado à vista da Bovespa no segmento de Energia Elétrica e nas empresas que compõem o Índice do Setor Industrial.

1.4. Hipóteses

Tendo em vista que o trabalho propõe três testes diferentes para analisar se os níveis diferenciados de governança influenciam no valor das ações das empresas, estão relacionadas abaixo as hipóteses analisadas em cada um dos testes.

Teste 1 – Comparação de grupos com e sem Governança Corporativa

Avaliar se existe diferença com relevância estatística entre os retornos anormais observados em dois grupos, um composto por ações com níveis diferenciados de Governança Corporativa e outro com ações sem níveis diferenciados de governança.

- $H_0 (\mu_1 = \mu_2)$ – A média dos retornos das duas amostras são iguais, ou seja, não existe diferença entre os grupos de empresas com governança diferenciada e sem governança.
- $H_1 (\mu_1 \neq \mu_2)$ – A média dos retornos das duas amostras são diferentes, ou seja, existe diferença entre os grupos de empresas com governança diferenciada e sem governança.

Teste 2 – Comparação de grupos com níveis diferenciados de Governança Corporativa

Verificar se existe diferença significativa entre a valorização das ações nos três diferentes níveis de governança estabelecidos pela Bovespa.

- $H_0 (\mu_1 = \mu_2 = \mu_3)$ -A média dos retornos das três amostras são iguais, ou seja, não existe diferença entre os três diferentes grupos de governança estabelecidos pela Bovespa.
- $H_1 (\mu_1 \neq \mu_2 \text{ ou } \mu_1 \neq \mu_3 \text{ ou } \mu_2 \neq \mu_3)$ – A média dos retornos de um dos grupos é diferente, ou seja, existe diferença em pelo menos um dos grupos de governança estabelecidos pela Bovespa.

Teste 3 – Comparação de empresas antes e depois de aderir a níveis diferenciados de Governança Corporativa

Verificar se existe diferença significativa entre a valorização das ações após a adoção de níveis diferenciados de governança estabelecidos pela Bovespa.

- H_0 - O ingresso em segmentos diferenciados de governança da Bovespa proporciona um retorno extraordinário para ação.
- H_1 – Hipótese alternativa, onde o ingresso em segmentos diferenciados de governança da Bovespa não proporciona um retorno extraordinário para ação.

1.5. Relevância social e científica

O risco¹ e a incerteza² do mercado de capitais são elevados, seus efeitos sobre o comportamento dos investidores têm merecido estudos amplos. A redução do risco e da incerteza através de melhores práticas de governança pode ser percebida pelos investidores como algo que justifique uma precificação de mercado diferenciada.

Ter conhecimento se existe realmente influência de práticas de governança no valor das ações das empresas, caso exista, pode estimular a adoção destes procedimentos e auxiliar na justificativa destes aos investidores, gerando um ciclo virtuoso de aporte de capital em controles e regras de transparência que terão consequências positivas no valor das empresas brasileiras.

Caso o valor das ações não seja afetado por práticas de Governança Corporativa, o resultado do trabalho será de igual valor para guiar os investimentos das empresas em controles e melhores práticas sem a ilusão de um retorno financeiro aos seus acionistas. Além disso, as análises serão importantes para pontuar que os motivadores para implantação de regras de governança e transparência devem ser legais e/ou exigências governamentais de modo a garantir a confiança em seus mercados acionários. Esta clareza é importante para que o motivador da implementação de regras de governança não seja apenas o segundo item tratado na introdução deste trabalho, ou seja, a boa vontade e transparência dos executivos da empresa.

Como motivador extra, o trabalho servirá de base para que os acionistas minoritários acompanhem e cobrem a adoção de práticas de Governança Corporativa das empresas em que investem, seja pelo retorno que terão com a valorização de suas ações, ou para nortear quais investimentos serão feitos e seus reais resultados para a transparência, caso não haja retorno direto no valor das ações.

¹ Risco: 3. Perigo. 4. Probabilidade ou possibilidade de perigo ou dano.

² Incerteza: 1. Falta de certeza. 2. Dúvida. 3. Perplexidade.

Por fim, cientificamente e dentro do campo da administração, o tema propõe uma análise de como a governança afeta o valor das ações das empresas e, dependendo da resposta encontrada, como garantir uma abordagem consistente para implementação de tais práticas. Como observado por Silveira (2002, p. 7).

“em um sentido mais amplo, o entendimento da Governança Corporativa visa não somente ilustrar a discussão sobre melhorias marginais nas economias com mercados de capitais sofisticados, mas também poder estimular mudanças institucionais profundas em lugares onde elas precisam ser feitas.”

O presente trabalho busca uma abordagem diferente das anteriores na medida que utilizará premissas para minimizar algumas limitações impostas pelos métodos utilizados em outros trabalhos, tais como:

- Para determinar o nível de governança serão utilizados exclusivamente os níveis apresentados pela Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Parte-se do pressuposto que a Bovespa é a entidade que pode determinar com maior precisão o nível de governança de cada empresa;
- utilizar-se-á uma amostra de todas as ações da Bovespa que atenda determinados critérios de liquidez e de representatividade do segmento;
- para analisar os retornos será proposto um mix dos métodos observados nos trabalhos descritos no referencial teórico, analisando os retornos da influência da Governança Corporativa de forma mais geral, depois detalhando por nível da Bovespa e por fim comparando segmentos específicos.

1.6. Delimitação

A primeira delimitação é com relação à definição de Governança Corporativa e seus níveis. Apesar de diferentes formas e abordagens para analisar os níveis de governança adotados pelas empresas, este trabalho utilizará apenas a classificação da Bovespa e seus níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). As demais formas de classificação serão apenas mencionadas quando pertinente para entender a análise de estudos anteriores mencionados no referencial teórico.

Outra delimitação importante é quanto aos dados. Serão utilizados os dados de valor das ações das empresas negociadas no mercado à vista da Bovespa nos anos de 2009 e 2010. Serão excluídas da amostra empresas que modificaram sua classificação de governança neste período, ou seja, companhias que migraram para outro patamar de governança dentro do período analisado. Esta exclusão visa evitar que duas amostras diferentes possuam a mesma empresa, uma considerando que a empresa possui níveis diferenciados de governança e a outra não.

Por fim, serão utilizadas ações que possuam um nível mínimo de liquidez³ nos anos de 2009 e 2010 e cujos subsetores tenha no mínimo duas ações para cada grupo representado (grupo 1: com níveis diferenciados de governança e grupo 2: sem níveis diferenciados de governança).

1.7. Definição dos termos

- Desdobramento (*split* em inglês) – Aumento da quantidade de ações de uma empresa, sem que haja alteração na participação dos sócios.
- DFP - Demonstração Financeira Padronizada– documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais. Bovespa (2011)
- FGV-100 – Segundo FGV-IBRE (2011), o FGV100 foi criado em 1986, tornando-se importante referência de desempenho das ações de segunda linha nas bolsas brasileiras. Sua carteira é formada por 100 papéis de 100 empresas privadas não financeiras, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, selecionadas segundo os seguintes critérios:
 - Excelência Empresarial: considera a dimensão e o desempenho de cada empresa a partir de resultados expressos em seus balanços patrimoniais.

³ Neste estudo consideramos como liquidez mínima as ações que tiveram um nível de liquidez superior a 0,0001% do total da amostra. A exclusão das empresas com baixa liquidez está relacionada ao fato destas ações terem menor probabilidade de ter sua cotação adequada ao valor de mercado. A fórmula utilizada para este cálculo é a mesma do sistema Economatica e esta detalhada no tópico Metodologia, deste trabalho.

- liquidez em Bolsa: considera a liquidez dos papéis de cada empresa segundo a assiduidade nos pregões e nas negociações de balcão, número de negócios realizados e títulos transacionados, bem como o volume de recursos movimentado;
 - tipo de conteúdo: O peso de cada empresa selecionada para fazer parte da carteira teórica do índice FGV100 é definido com base em seu patrimônio líquido. A composição e estrutura de ponderação da carteira são revistas e atualizadas anualmente, ou a qualquer momento, na eventualidade de interrupção da negociação de algum dos papéis que a integram.
-
- FGV-E - Segundo FGV-IBRE (2011), o índice FGV 100E é calculado desde 1993 e diferencia-se do FGV 100 original pela inclusão de empresas estatais em sua carteira teórica. A seleção da carteira tem como referência a dimensão e o desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como a liquidez de 100 papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).
 - Grupamento (*splitdown* em inglês) – Redução da quantidade de ações de uma empresa, sem que haja alteração na participação dos sócios.
 - IAN - Informação Anual – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas. Bovespa (2011)
 - IBOV⁴ – Ibovespa. O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. É o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética. Bovespa (2011)
 - IBrX – Índice Brasil - É um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações

⁴No Anexo I encontra-se a composição do Ibovespa utilizada neste trabalho.

são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado. Bovespa (2011)

- IBrX-50 – Índice Brasil 50 - É um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BMFBOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Bovespa (2011)
- IEE – Índice de Energia Elétrica - O Índice de Energia Elétrica (IEE) foi lançado em agosto de 1996 com o objetivo de medir o desempenho do setor de Energia Elétrica. Dessa forma, constitui-se em um instrumento que permite a avaliação da performance de carteiras especializadas nesse setor. Bovespa (2011)
- IFNC - Índice Financeiro. Tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de intermediários financeiros, serviços financeiros diversos, previdência e seguros. As ações componentes são selecionadas por sua liquidez, e são ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Bovespa (2011)
- IGC – Índice de ações com Governança Corporativa diferenciada. Tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de Governança Corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa. Bovespa (2011)
- INDX – Índice do Setor Industrial. Tem por objetivo medir o desempenho das ações mais representativas do setor industrial. Sua carteira teórica é composta pelas ações mais representativas da indústria, que são selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez e são ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

- ITR – Informações Trimestrais - Documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais. Bovespa (2011)

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Governança Corporativa

Segundo Tricher (2000) *apud* Álvares, Giacometti e Gusso (2008), a ideia de Governança Corporativa vem desde Adam Smith, apesar de não ser nomeada desta forma. Em 1776, já se discutia o argumento de que não se pode esperar que os gestores de empresas cuidassem do dinheiro de outras pessoas da mesma forma como fariam com o seu.

Apesar deste relato longínquo, é interessante abordar um pouco mais a história recente da Governança Corporativa. Conforme relatado no site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2011), eventos importantes deram notoriedade ao tema Governança Corporativa e este passou a fazer parte das preocupações e responsabilidades das empresas. Em 2002, o congresso norte-americano aprovou a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) como resposta aos escândalos corporativos de “maquiagem” de balanço. Neste mesmo ano a *Securities and Exchange Commission* (SEC) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de *Nova York* (NYSE) aprova novos requisitos de Governança Corporativa como condição para listagem de empresas.

Com a edição da SOX, todas as empresas americanas e estrangeiras que desejassem permanecer com suas ações negociadas nas bolsas americanas teriam que se adequar. Sendo uma das maiores e mais importantes bolsas do mundo, as empresas tiveram que iniciar o processo de implantação dos controles exigidos pela nova lei.

Ainda segundo IBGC (2011), a exemplo do mercado americano, outros países começaram a editar exigências mais rígidas para permitir a negociação de títulos em suas bolsas. Foi o caso da Inglaterra em 2003 que lançou o *Higgs Report*, contendo recomendações sobre o papel dos conselheiros externos, bem como o *Revised Combined Code*, uma revisão do código de governança britânico.

Na Alemanha, neste mesmo ano, é lançado o código de governança alemão, seguindo de forma similar a abordagem do *comply or explain* (pratique ou explique),

sendo as empresas obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país.

A adoção de práticas de boa governança também foi necessária às empresas estrangeiras que negociavam na bolsa de Nova York e em outras importantes bolsas ao redor do mundo, incluindo as companhias brasileiras.

Na década de 90, o Brasil passou por algumas transformações na sua economia. O país promoveu sua abertura econômica, eliminando barreiras comerciais e inúmeras reservas de mercado. Foi neste período que ocorreram as privatizações dos setores de Siderurgia, Ferrovia, Mineração, Energia Elétrica e Telecomunicações, dentre outros. Este contexto contribuiu para ocorrer uma onda na área de fusões e aquisições, pois além da abertura econômica e privatizações houve uma melhoria da conjuntura macroeconômica e a criação de um ambiente legal e regulatório. Desta forma, além de fortalecer o capitalismo familiar e privado, este fenômeno contribuiu para alterar o perfil da estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras, que passou a contar com a presença representativa de investidores estrangeiros e institucionais, notadamente dos fundos de pensão (CARMO, 2006).

Conforme observado por Azevedo (2002) *apud* Oliveira, Pereira e Mendes (2006), o Brasil criou um modelo de Governança Corporativa e construiu padrões sob medida para a sua necessidade, onde o principal foco é o combate ao controle concentrado do capital e, por consequência a proteção aos acionistas minoritários que ficam fragilizados na presença de acionistas controladores.

Silveira e Dias Jr. (2007) descrevem uma série de casos noticiados na mídia onde os direitos dos acionistas minoritários supostamente não foram respeitados. Dentre os casos relatados no trabalho destacam-se:

- Venda da Ripasa em 2005 causou atrito entre acionistas controladores e minoritários. Três fundos de investimento, que detinham 6% das ações preferenciais da Ripasa reivindicavam o direito de vender suas posições por 80% do valor pago aos ex-controladores da companhia em novembro de 2004.

- Disputa entre Previ e Arcelor em 2005, onde a Previ protocola uma reclamação na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) contra os controladores da Arcelor do Brasil. Nesta reclamação a Previ, como acionista minoritário da empresa, alega não ter tido direito a um assento no conselho de administração da companhia como garante a lei.
- Acionistas minoritários apontaram irregularidades na liquidação do banco Bamerindus pelo HSBC em 2001. Os minoritários acreditavam que foram lesados no processo de liquidação do Bamerindus, procurando ter acesso a documentação sobre as operações financeiras para poderem comprovar sua tese. A Associação dos Minoritários representava 42,5 mil acionistas que, em 1997, detinham 22,5% do controle acionário do banco liquidado. Isso representava, na época, cerca de R\$ 400 milhões em ações.

Valadares e Leal (2000) relatam que o maior acionista nas empresas brasileiras possui, em média, 58% do capital com direito a voto, já os três maiores acionistas possuem 78% deste capital e, se forem considerados os cinco maiores, o controle do capital com direito a voto sobe para 82%.

Sobre esta concentração do capital La Porta *et al.* (1999a) afirmam que é consequência direta da pouca proteção legal aos acionistas minoritários.

La Porta *et al.* (1999a) comentam ainda que a referida concentração em mercados com pouca proteção poderia ser benéfica, pois os acionistas controladores têm um grande incentivo para monitorar os executivos e garantir a maximização dos lucros. Entretanto, Silveira (2002) diz que os benefícios descritos acima de se ter um grande acionista controlador são reduzidos em grande parte no Brasil, tendo em vista que a grande concentração do capital votante não quer dizer a detenção da maioria das ações. Ainda segundo Silveira (2002, p. 32), “as empresas utilizam a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas)”.

Considerando as observações relatadas acima de concentração de capital e necessidade de proteção aos acionistas minoritários, verifica-se, no trabalho de Silveira (2002), um modelo geral de Governança Corporativa para as empresas brasileiras

listadas em bolsa baseado em pesquisas sobre governança realizadas pelo IBGC, pela McKinsey&Company e pela Korn/Ferry International⁵.

- 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 acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- presença de acionistas minoritários (pouco ativos);
- alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do 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 ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

Segundo Carmo (2006), os investidores estrangeiros e os institucionais pressionaram as companhias para o aperfeiçoamento das práticas de governança. Em 1999, o antigo Instituto Brasileiro de Conselhos de Administradores (IBCA), alterou sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e voltou sua atenção para a promoção de educação e capacitação para os administradores e pesquisas relacionadas à Governança Corporativa adequada à realidade brasileira.

Assim, em resposta a uma diminuição do número de empresas com ações negociadas em Bolsa no Brasil e uma crescente demanda por melhores padrões de governança das empresas, no ano de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) iniciou um movimento para melhoria da Governança Corporativa das empresas.

⁵ Empresas internacionais de consultoria em diversos ramos de negócio.

La Porta *et al.* (2000) dizem que o valor e o tamanho do mercado de capitais são maiores em países com uma melhor proteção.

2.2. A Governança Corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo

Diante do quadro de enfraquecimento do nosso mercado de capitais, a BOVESPA buscou diagnosticar causas e encontrar caminhos para a sua superação. Ela procurou instrumentos que pudessem ser acionados por ela, como agente privado, com menor dependência em relação à evolução das condições institucionais do mercado brasileiro.

Esta foi a motivação e a origem do Novo Mercado, anunciado em dezembro de 2000, como um segmento especial de listagem dentro da BOVESPA. De acordo com a BOVESPA (2011), o Novo Mercado caracteriza-se por:

Um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Ainda segundo BOVESPA (2011), este segmento é destinado à negociação de ações de empresas que adotem, voluntariamente, práticas de Governança Corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação. A listagem neste segmento especial implica a adesão a um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas e a adoção de uma política de divulgação de informações comparável às dos mercados mais desenvolvidos do mundo. As companhias do Novo Mercado destacam-se das demais, antes de tudo, por emitirem apenas ações ordinárias e assumirem o compromisso de não emitir preferenciais no futuro, bem como *tagalong* de 100%, manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, conselho de Administração com mínimo de 5 membros, entre outros.

Para garantir que todas elas teriam um caminho a percorrer em direção ao patamar de Governança Corporativa, hoje demandado pelo mercado, foram criados também os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Segundo a BOVESPA (2011), níveis diferenciados de Governança Corporativa têm como conceito:

São segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Portanto, a BOVESPA (2011) define um conjunto de normas de conduta para as empresas, seus administradores e controladores. Aderir a tais práticas de Governança Corporativa distingue as companhias como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado dependendo do grau de comprometimento assumido pela empresa.

As Companhias Nível 1 se comprometem com os seguintes itens:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às ITR entre outras: demonstrações financeiras consolidadas;
- melhoria nas informações prestadas, adicionando às IANs entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc;
- divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais

amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, a saber:

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral;
- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias nas mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tagalong*);
- realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Já o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única, conforme especificado abaixo:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tagalong de 100%*);

- realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- melhoria nas informações prestadas, adicionando às ITRs entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- melhoria nas informações prestadas, adicionando às IANs entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.;
- divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

A vinculação das empresas, seus administradores e acionistas controladores a estes compromissos adicionais ocorre por meio de um contrato com a BOVESPA, que também assume a tarefa de fiscalizar e garantir a aplicação das normas estabelecidas no regulamento. Complementando esta estrutura, foi instituída a Câmara de Arbitragem do Mercado, através da qual poderão ser solucionados conflitos com grande rapidez, precisão e economia. (OLIVEIRA e SILVA, 2005)

A premissa básica do Novo Mercado é que a redução da percepção de risco de um mercado, por parte dos investidores, influencia positivamente a valorização e a liquidez das ações. Neste caso, a percepção de menor risco ocorre graças aos direitos e garantias concedidos aos acionistas e à redução na assimetria de informações entre administradores das empresas e participantes do mercado.

Uma precificação mais adequada, por sua vez, estimula abertura de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as companhias e contribuindo para aproximar os interesses de empreendedores e investidores.

2.3. Conceitos sobre Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2011) define Governança Corporativa como:

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

La Porta *et al.* (1999b) definem Governança Corporativa como o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos e expropriações realizadas pelos internos. Sendo que expropriações podem ser de várias formas.

Já Carvalho (2002) define governança como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança Corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.

Conforme observado por Lameira *et al.* (2007), as pesquisas relacionadas à governança começaram a ter como foco principal o conflito entre agente (administrador) e principal (acionista), bem como a divisão entre poder e controle. Este conflito é comumente chamado de conflito de agência.

Na teoria econômica tradicional, segundo o IBGC (2011), a Governança Corporativa procura garantir que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. Nesses mercados, em princípio, acionistas buscam agregar valor à empresa e executivos buscam a longevidade da organização.

A divergência de interesses é denominada conflitos de agência, que nas empresas se estabelecem a partir da delegação das competências para tomadas de decisão dos agentes, quando os administradores, por terem objetivos pessoais divergentes da maximização da riqueza do principal, o acionista, passam a decidir em prol de seus interesses particulares em detrimento do melhor benefício daqueles. A necessidade de melhores práticas de Governança Corporativa nasce como uma forma de resposta a esse conflito e visa evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores ou pelos acionistas controladores (LEAL, FERREIRA e SILVA, 2002).

Carvalho (2002) afirma que o conflito de agência aparece quando o bem-estar de uma parte (denominada principal) depende das decisões tomadas por outra (denominada agente). Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente.

La Porta *et al.* (2000) afirmam que o conflito entre o executivo ou o acionista controlador e os investidores minoritários é um tema central na análise da corporação moderna. Os controladores dos recursos podem usá-los para uma série de propósitos em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários ou da empresa. É simples desviar

recursos da empresa para eles mesmos através de vários recursos, como por exemplo, salários excessivos, acordos desvantajosos, entre outros.

Segundo Silveira (2005), além do conflito entre gestores e acionistas, a presença de grandes acionistas gera o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, causando graves problemas de Governança Corporativa.

Visando reduzir esses conflitos, o IBGC (2011) diz que a Governança Corporativa está fundamentada na sua tríade de princípios:

- Transparência;
- prestação de contas (*Accountability*);
- equidade.

O princípio da Transparência assegura que um mercado só será eficiente quando todas as informações forem colocadas à disposição de todos de forma transparente e simultânea e quando todos souberem quais são as regras e condições do mercado.

O princípio da Prestação de Contas afirma que empresas de capital aberto são obrigadas a prestar informações econômico-financeiras auditadas externamente. Entretanto, além das informações obrigatórias exigidas, o mercado demanda da companhia aberta uma série de outras informações adicionais que resultam na necessidade de um programa específico de Relações com Investidores. As organizações devem disponibilizar suas demonstrações financeiras padronizadas, seus fluxos de caixa e o relatório preparado pela administração com a discussão e análise dos fatores que influenciam o resultado, indicando ainda os principais riscos internos e externos a que a companhia está sujeita.

Em relação ao princípio de Equidade, o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (1999) comenta que o relacionamento entre os agentes da Governança Corporativa e as diferentes classes de proprietários deve ser caracterizado pelo tratamento justo e equânime.

La Porta *et al.* (2000), sugerem que uma das principais soluções para o conflito de agência é a instituição de normas específicas. As leis podem dar aos investidores

poderes para proteger seus investimentos contra a expropriação de executivos e controladores. Estes poderes podem passar pelo direito de receber os mesmos dividendos por ação, de votar nas decisões importantes das corporações, incluindo eleições dos diretores da empresa e a possibilidade real de processar a empresa por danos.

La Porta *et al.* (1998), analisaram as questões legais de proteção aos acionistas em 49 países, concluindo que a adoção de medidas compensatórias pelas empresas para garantir direitos mínimos aos acionistas, como por exemplo o estatuto das empresas com exigência de pagamento de dividendos e composição de reservas legais, é adotada em países com baixa proteção legal. Além disso, a adoção de elevados padrões contábeis auxilia na garantia dos direitos dos minoritários e na transparência das informações.

Klapper e Love (2002), também relatam em seu estudo com países emergentes que empresas em países com baixa proteção aos investidores podem utilizar mecanismos próprios para aumentar sua Governança Corporativa. Entretanto, os autores advertem que as empresas podem aumentar sua governança até um certo nível, mas não substituem um sistema judicial eficiente, que por sua vez é menos eficiente que um bom arcabouço legal.

2.4. Estudos internacionais sobre Governança Corporativa

Segundo Patterson (2002, p. 4) *apud* Silveira (2002) “a busca pela relação entre Governança Corporativa e o valor das empresas pode ser considerada uma área madura no exterior”. Esta seção lista alguns exemplos de trabalhos no exterior, especialmente dos que tratam de mercados emergentes.

Coffee (2002) analisando o impacto das empresas listadas em bolsas de mais de um país (*cross-list*) na Governança Corporativa internacional concluiu que muitas firmas desejam melhorar sua governança para ganhar acesso a capital estrangeiro e facilitar estratégias de aquisição e fusões. Coffee (2002) afirma que ainda são ambíguos os motivos da valorização de empresas listadas em várias bolsas, sendo as causas mais

prováveis relacionadas à melhoria da governança, representadas por leis mais severas em diversos mercados, promessa de melhoria nas divulgações de informações, maior cobertura de analistas, entre outros.

As conclusões de Coffee (2002) são corroboradas pelas análises de Lang, Lins e Miller (2003) que verificaram que empresas estrangeiras listadas na bolsa americana têm sua cobertura de análise ampliada e suas previsões são mais acuradas. Os autores verificaram também que as empresas que tinham sua cobertura de análise ampliada e maior acuracidade nas previsões tinham maior valor de mercado. Por fim, Lang, Lins e Miller (2003) verificaram que as empresas com *American Depositary Receipt* (ADR) que melhoraram seu ambiente informacional aumentaram seus valores de mercado.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) criaram um índice de governança baseado no balanceamento do poder entre os executivos que comandam as empresas analisadas e seus acionistas e analisaram a relação deste índice com o desempenho das companhias. Segundo este estudo, nos anos 90, uma estratégia de investimento em ações que considerasse investir nas empresas com maior direito aos acionistas e vender as com os piores direitos, teria ganhos anormais de 8,5% por ano. Os autores identificaram uma relação significativa entre valor e governança, considerando o aspecto de independência dos executivos e acionistas.

Black, Jang e Kim (2003) identificaram evidências de que a Governança Corporativa é um importante fator para explicar o valor de mercado das empresas na Coreia. Os autores construíram um índice com 531 companhias listadas na bolsa da Coreia, contando principalmente com respostas a um questionário específico de coleta elaborado por eles. Black, Jang e Kim (2003) encontraram uma forte correlação positiva entre a governança e o valor das empresas.

Black (2001) verificou uma forte correlação entre valor de mercado e o nível de Governança Corporativa em empresas russas. O autor ressalta ainda que o que é verdadeiro para Empresas russas é provavelmente verdade, talvez em menor medida, para empresas de outros países.

Klapper e Love (2002) verificaram que a Governança Corporativa é ainda mais importante para empresas situadas em países com baixa proteção para os acionistas e sistema judicial deficiente. Em seu estudo com 495 empresas situadas em 25 países emergentes Klapper e Love (2002) concluíram que melhores práticas de governança são fortemente relacionadas a melhor performance e melhor avaliação de mercado. Verificaram ainda que o nível de governança está relacionado a variáveis relativas à diminuição de problemas referentes a assimetria de informação e imperfeições contratuais. Estas conclusões são corroboradas por Durnev e Kim (2003) que analisaram 859 empresas de 27 países e demonstraram que as melhores práticas de governança são mais necessárias em países com fraco ambiente legal e que estas boas práticas de governança acarretam em valores de mercado mais altos

Ainda segundo Durnev e Kim (2003) empresas situadas em países com regimes legais deficientes estruturam-se melhor em termos de governança para poderem tirar vantagem de melhores oportunidades de investimento, principalmente os relacionados ao capital estrangeiro. Os autores relatam que a relação entre boa governança e o valor das empresas é mais fraca em regimes com forte arcabouço legal.

Baiet *al.* (2003) analisaram o prêmio computado ao valor de mercado das empresas com melhor governança em comparação com as de pior governança no mercado chinês. Baseado no índice criado pelos autores, os 20% de empresa com maior governança têm seu valor de mercado entre 41% e 67% maior que os 20% de companhias com menor governança. Este percentual depende da forma de mensurar o valor apresentado, mas representa um prêmio significativo pela implementação de melhores práticas de governança.

Conforme relatado acima, diversas pesquisas mostram a influência positiva da implementação de boas práticas de governança no valor das empresas. Entretanto, conforme relatado por Ahmed *et al.* (2008) diferentes pesquisas realizadas sobre o estabelecimento de relações entre os vários aspectos de Governança Corporativa e desempenho da empresa produziram resultados divergentes.

Bhagat e Black (1999) analisaram a independência dos conselhos de administração das empresas e sua relação com o desempenho das empresas, concluindo

que as observações realizadas sugeririam a possibilidade de uma relação negativa entre independência e desempenho. Vale ressaltar que a independência neste estudo foi utilizada como uma medida de boa governança, assim como fez parte dos estudos de Klapper e Love (2002), eDurnev e Kim (2003), Silveira (2004).

Moore e Porter (2007) verificaram a relação entre a desempenho das empresas e a governança destas utilizando o *Corporate GovernanceQuotient* (CGQ). Segundo os autores, o CGQ é um índice comercial publicado pelo *InstitutionalShareholder Services* e incorpora uma série de fatores de governança identificados em pesquisas acadêmicas e profissionais. O estudo não identificou relação entre o regime de governança adotado e a variação na performance das empresas analisadas.

Agrawal e Knoeber (1996) analisaram os mecanismos usados para reduzir os problemas de agência entre executivos e acionistas, utilizando como amostra 400 empresas americanas. Agrawal e Knoeber (1996) afirmam que pode ser enganosa a relação entre os mecanismos de governança isoladamente e a performance das empresas.

Os autores acima relatam ter encontrado um efeito positivo entre um dos itens analisados (executivos como acionistas da empresa) e o desempenho das companhias. Entretanto esta relação desaparece quando todos os mecanismos de controles são analisados de forma conjunta.

Demsetz e Lehn (1985) analisaram se a estrutura de propriedade de 511 empresas americanas estavam correlacionadas com o aumento de valor destas, concluindo que não foram identificadas relações significativas entre a concentração de propriedade e o lucro contábil apresentado.

Conforme observado por Moore e Porter (2007), existem diversas dificuldades que contribuem para a divergência nas análises da performance relacionada à governança. Uma delas é que a governança e a performance podem ser determinadas conjuntamente, criando uma relação de causalidade entre elas. Outro desafio para os pesquisadores é que a Governança Corporativa é multifacetada. Proprietários e executivos podem selecionar um conjunto de variáveis para melhoria da governança e

minimização do conflito de agência. Com isso, o pesquisador precisa ter controle sobre todas as variáveis da governança para analisar o efeito de apenas um item na performance das empresas.

Vale ressaltar que a observação feita por Moore e Porter (2007) é encontrada em quase todos os estudos internacionais aqui listados, onde a governança é considerada apenas uma ou poucas variáveis.

2.5. Estudos sobre Governança Corporativa no Brasil

Tendo em vista toda necessidade de adequação às exigências da boa Governança Corporativa, os custos envolvidos e os padrões legais estabelecidos. Os pesquisadores começaram a analisar os reais benefícios de implementação para o valor das empresas, sendo considerado neste cenário, a relação entre estruturas de Governança Corporativa e desempenho das empresas tem sido o foco da maior parte dos estudos sobre o tema (SILVEIRA, 2004).

Pode-se observar que já na definição de governança adotada pelo IBGC (2011) fica explícito que um dos objetivos é aumentar o valor da sociedade. Conforme observado por Silveira (2004), as discussões sobre Governança Corporativa partem da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Entretanto, analisando estudos sobre o tema verifica-se que suas conclusões divergem quanto a real influência da governança no desempenho das empresas, sendo estas conclusões dependentes de diversos fatores, tais como: segmento pesquisado, metodologia utilizada, tempo da amostra, entre outros.

Dentre os estudos cuja conclusão é de que níveis diferenciados de governança influenciam de alguma forma no valor de mercado das empresas destacam-se: Quental (2007), Nakayasu (2006), Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), Caselani (2005), Soares (2003) e Silveira (2002).

Quental (2007) analisou 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. Em uma segunda análise verificou se as empresas da amostra tiveram mudanças em seus índices de Governança Corporativa. O índice de governança utilizado também foi o construído por Leal e Carvalhal da Silva (2005) *apud* Nobili (2006). Este índice foi criado utilizando informações públicas das empresas para responder perguntas elaboradas com base em manuais de boas práticas de Governança Corporativa, especialmente o publicado pelo IBGC. Estas perguntas e respostas foram agrupadas em 4 dimensões: (i) divulgação; (ii) composição e funcionamento do Comitê Executivo; (iii) ética e conflitos de interesse e; (iv) direitos dos acionistas.

Quental (2007, p. 47) conclui que “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”.

Soares (2003) analisou e comparou o desempenho das ações de empresas de celulose e papel listadas na BOVESPA, identificando se empresas que aderiram a um nível diferenciado de governança (Aracruz, Klabin, Ripasa, Suzano e VCP) mostraram desempenho superior às que não aderiram (Bahia Sul e Irani). Além disso, Soares (2007) comparou o desempenho das carteiras teóricas de ações, representadas pelos índices IBOV, IGC, IBrX e IEE.

Soares (2003) concluiu que as empresas de celulose e papel que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa tiveram um desempenho superior aos medidos pelas taxas de crescimento dos valores das ações do que aquelas que não aderiram. O desempenho dos valores das ações de todas as empresas de celulose que aderiram ao Nível 1 foi superior ao período anterior a adesão. Por fim, Soares (2003, p. 33) verificou que o IGC foi o de melhor desempenho entre todos os índices no período analisado, concluindo da seguinte forma:

O desempenho do IGC apresentou o melhor resultado, quando comparado com o Índice Bovespa, o IBX e o IEE, demonstrando que o desempenho de uma carteira formada por empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado da Bovespa foi superior às carteiras médias do mercado, das principais ações negociadas durante o período e da carteira composta por empresas do segmento de energia elétrica.

Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) analisaram a performance de 6 carteiras (IGC, IBOV, IBrX, IBrX-50, FGV-E e FGV-100) quanto ao retorno, ao risco e ao retorno ajustado ao risco. Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) concluíram que, apesar da pouca significância estatística, o IGC apresentou uma boa performance em relação às outras carteiras, principalmente em relação ao IBOV – a carteira de pior performance em todos os indicadores.

Caselani (2005) fez um estudo para explicar o comportamento da volatilidade dos retornos das principais ações negociadas na Bovespa no período compreendido entre janeiro de 1995 e setembro de 2003. O objetivo principal de Caselani (2005) não estava relacionado às questões de Governança Corporativa e sim a fatores micro e macroeconômicos que influenciam a volatilidade das ações negociadas na Bovespa. Entretanto, um dos fatores estudados na explicação da volatilidade foi a adesão a níveis diferenciados de Governança Corporativa. Vale ressaltar que tendo como objetivo principal outros fatores a amostra utilizada por Caselani (2005) foi constituída de apenas 35 ações que possuíam um nível de liquidez considerado adequado ao estudo. Na parte de seu trabalho referente a governança, Caselani (2005, p. 82) conclui:

Quanto aos resultados da adesão aos Níveis 1 ou 2 de governança implantados pela Bovespa, os resultados indicaram que as companhias que aderiram às boas práticas de Governança Corporativa conseguiram reduzir a volatilidade dos retornos de seus papéis. Tal resultado parece confirmar o argumento utilizado pela Bovespa de que a adesão tende a reduzir o risco para os investidores. Quando combinados o tipo de ação e a adesão às práticas de governança em um mesmo modelo, os resultados sugeriram que a associação positiva entre a volatilidade dos retornos e as ações preferenciais é atenuada quando tais ações pertencem a companhias que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Nakayasu (2006) analisou por meio de um estudo de eventos as ações de empresas brasileiras que aderiram aos níveis diferenciados de governança da Bovespa, concluindo que a adoção de práticas diferenciadas geraram retornos anormais nas ações das empresas.

Silveira (2002) analisou se existe uma relação significativa entre Governança Corporativa, valor das empresas e desempenho nas companhias abertas brasileiras.

Vale ressaltar que Silveira (2002) utilizou como medida de governança três fatores diretamente relacionados às características do conselho de administração, são eles:

- Diretor executivo como presidente do conselho de administração;
- tamanho do conselho de administração;
- independência do conselho de administração.

Para determinar o desempenho e o valor da empresa Silveira (2004) utilizou:

- Q de Tobin⁶;
- valor da empresa sobre o ativo total;
- retorno sobre ativo do lucro operacional próprio (Lucro Operacional Próprio / Ativo Total);
- retorno sobre ativo do lucro operacional (Lucro Operacional / Ativo Total);
- retorno sobre Patrimônio Líquido do lucro operacional próprio (Lucro Operacional Próprio / Patrimônio Líquido);
- retorno sobre Patrimônio Líquido do lucro operacional (Lucro Operacional Próprio / Patrimônio Líquido);
- lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização sobre o ativo total.

Silveira (2002) concluiu que a relação entre governança e valor é significativa, ou seja, quanto maior a governança maior o valor da empresa. Esta relação foi especialmente significativa para empresas que têm pessoas distintas ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho. O tamanho do conselho apresentou uma relação maior com o desempenho, sugerindo, segundo o estudo, que empresas com um número intermediário de conselheiros têm um desempenho financeiro melhor. Já a independência do conselho parece não ter importância.

Em outra direção é possível verificar estudos que não puderam identificar variações positivas significativas para empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa, dos quais se destacam: Batistella *et al.* (2004), Aguiar, Corrare

⁶ O Q de Tobin é definido com a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos (FAMÁ e BARROS, 2000, p. 1)

Batistella (2004), Pedreira e Santos (2006) , Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) e Nobilli (2006).

Batistella *et al.* (2004) realizou um estudo de evento com propósito de verificar se o anúncio da entrada em algum segmento do Novo Mercado da Bovespa é imediatamente refletido pelo mercado acionário, mostrando que os investidores têm preferências por empresas com diferenciadas práticas de Governança Corporativa. Conforme detalhado por Batistella *et al.* (2004, p. 6):

A essência de um estudo de eventos se resume na tentativa de mensurar impactos nos preços de títulos em função de eventos ocorridos. O pilar central é a hipótese de eficiência dos mercados, uma vez que os impactos de eventos relevantes seriam refletidos de maneira rápida no preço das ações.

Em sua conclusão Batistella *et al.* (2004) afirmou que a entrada em segmentos do Novo Mercado da Bovespa não proporcionou um retorno extraordinário no período analisado.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) procuraram identificar se ocorreram variações significativas nas variáveis abaixo, após estas aderirem ao Nível 1 de governança da Bovespa:.

- Quantidade média de ações negociadas das empresas;
- volume (em Reais) médio de ações negociadas das empresas;
- preço médio das ações negociadas das empresas.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004, p. 346) concluíram que para nenhuma das empresas que compuseram a amostra houve variação significativa em uma das variáveis propostas.

...as empresas que migraram para o Nível 1 de Governança Corporativa não apresentaram mudanças significativas na quantidade média de ações negociadas (Hipótese 1), não sofreram mudanças significativas no volume médio (em R\$) de ações negociadas (Hipótese 2), e, por fim, não apresentaram valorização significativa no preço médio de suas ações (Hipótese 3).

Pedreira e Santos (2006) analisaram o valor das ações de 3 grandes bancos (Bradesco, Itaú e Unibanco) para verificar se refletiram uma valorização após a adoção das novas prática e regulamentos da Bovespa. A intenção era verificar se a Governança Corporativa efetivamente representa alguma maneira mais eficaz em termos de administração empresarial e sendo, portanto, capaz de maximizar o valor dos bancos. Foram calculados os retornos anormais ou extraordinários para cada um dos três bancos pesquisados no período pré-migração e pós-migração.

Pedreira e Santos (2006) concluíram que não foram apresentadas evidências de que a adoção das práticas de Governança Corporativas pelos bancos Bradesco, Itaú e Unibanco, agregaram valor às ações destes bancos. De uma maneira geral os lucros dos bancos permaneceram em patamares elevados tanto antes como após a migração às novas práticas da BOVESPA.

Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) analisaram se existiram alterações no risco das ações que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa. Foram calculados o risco das ações nos dois anos anteriores a entrada no Nível 1 e os dois anos subsequentes em uma amostra de 25 empresas.

Macedo, Mello e Tavares Filho (2006, p. 12) não identificaram alterações significativas no risco das ações das companhias que aderiram ao nível 1 de Governança Corporativa conforme relatado abaixo:

...não há suporte para a hipótese de que a adesão às regras de governança da BOVESPA altere significativamente o risco das ações das companhias que aderiram ao NIGC.

Costa e Camargos (2006) analisaram o comportamento dos retornos anormais de 10 empresas com nível diferenciado de Governança Corporativa da Bovespa, ocorridos entre 2001 e 2003, buscando verificar se houve diferenciação destes retornos nos períodos anteriores e posteriores a adesão.

Assim como Batistella *et al.* (2004), Costa e Camargos (2006) realizaram um estudo de evento com janelas de análise antes e depois da adesão aos níveis diferenciados de governança e compararam as duas amostras quanto ao real retorno. Costa e Camargos (2006, p. 41) concluíram que as empresas analisadas não proporcionaram criação de riquezas para os acionistas.

Camargo e Barbosa (2006) realizaram uma pesquisa quantitativa, cujo objetivo foi identificar e descrever o impacto de adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações no mercado. O estudo procurou analisar o retorno acionário anormal e sobre a liquidez das ações, esta segunda identificada pela quantidade de negociações, quantidade de títulos e volume negociado. Camargos e Barbosa (2006, p. 14) não verificaram retornos positivos para os acionistas das empresas analisadas que aderiram aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, como especificado a seguir:

...a adesão aos NDGC⁷, de maneira geral, não proporcionou um aumento dos retornos acionários anormais e conseqüentemente não teve um impacto positivo (esperado) para os acionistas. Ou seja, não resultou na criação de riquezas para os mesmos, no período analisado.

Por último, o trabalho de dissertação de Nobili (2006) se baseou em dois grandes pilares para analisar a influência da Governança Corporativa no valor das empresas. O primeiro deles foi o modelo de assetpricing de Fama e French (1993) *apud* Nobili (2006), onde o tamanho da empresa, grau de endividamento e índice book-to-market (B/M) (relação entre o valor contábil e valor de mercado da empresa) respondem significativamente pelo comportamento do preço das ações. Segundo este estudo, tamanho e B/M combinados têm suficiente poder explicativo sobre os retornos, dispensando a inclusão dos demais fatores. O segundo pilar é a utilização do indicador do nível de Governança Corporativa construído por Leal e Carvalhal da Silva (2005) *apud* Nobili (2006) como descrito anteriormente nesta seção. A partir destes pilares Nobili (2006) divide as empresas em 27 grupos, considerando seu tamanho, índice de governança e B/M.

Como conclusão Nobili (2006) verificou que se por um lado, boas práticas de governança podem aumentar o retorno das ações, por outro, a segurança associada a estes novos fatores reduz o retorno exigido pelos investidores, uma vez que seu risco associado diminui. Investidores aceitam pagar um preço mais alto por ações destas companhias, obtendo conseqüentemente um retorno menor. A evidência desse estudo mostra que o segundo efeito domina, ou seja, empresas com piores práticas de governança apresentaram retornos superiores.

⁷NDGC – Nível Diferenciado de Governança Corporativa

Destaca-se aqui que a conclusão do trabalho de Nobili (2006), além de não confirmar o retorno diferenciado, levanta a hipótese de retornos menores aceitos pelos acionistas com contrapartida de riscos menores em seus investimentos.

Nos trabalhos listados acima que buscam identificar a influência de níveis diferenciados de governança nas empresas identificam-se itens importantes para compreensão dos resultados apresentados, a saber:

- Utilizam como comparação o Índice de Governança Corporativa frente a outros índices (IBOV, IBx, etc.), como no trabalho de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005); ou
- utilizam alguma técnica para determinar o nível de Governança Corporativa das empresas, podendo estar baseados alguns aspectos relacionados à governança como pulverização do controle acionário ou independência do conselho de administração ou em uma análise criteriosa de informações públicas. Este segundo normalmente utiliza-se o índice criado por Leal e Carvalhal da Silva (2005). Pode-se verificar este exemplo nos trabalhos de Silveira (2002), Nobili (2006) e Quental (2007); ou
- utilizam um segmento específico para comparação da governança, como Pedreira e Santos (2006) com os bancos e Soares (2003) com as empresas de papel e celulose; ou
- utilizam estudos de eventos para avaliar o retorno das ações em janelas de tempos antes e depois da adesão a níveis diferenciados de Governança Corporativa. Este último é possível verificar nos trabalhos de Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Batistella *et al.* (2004), Costa e Camargo (2006) e Macedo, Mello e Tavares Filho (2006).

3. METODOLOGIA

3.1. Tipo da Pesquisa

Este trabalho caracteriza-se pela abordagem quantitativa de natureza causal, com a utilização de métodos estatísticos. O referencial teórico necessário como embasamento para a pesquisa foi obtido em livros, revistas e publicações especializadas, dissertações e teses, assim como sítios da Internet relacionados ao tema.

Quanto aos fins, a pesquisa deste trabalho é explicativa, uma vez que busca explicar se níveis diferenciados de Governança Corporativa realmente influenciam no valor das ações das empresas negociadas na Bovespa. Segundo Vergara (2007), este tipo de pesquisa visa esclarecer quais fatores contribuem de alguma forma para a ocorrência de determinado fenômeno.

Quanto aos meios, a pesquisa é documental, uma vez que analisou os dados sobre a valorização das ações compostas por base de dados históricos disponibilizadas pelas organizações que operacionalizam o mercado de capitais brasileiro. Segundo Vergara (2007), a investigação documental é “realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos ou privados de qualquer natureza (...)”.

3.2. Abordagem

A pesquisa desenvolvida é quantitativa, com uma abordagem empírico-analítico. Segundo Martins (1994, p. 26):

esta abordagem apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativa. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

3.3. Seleção e coleta dos dados

Os dados secundários foram coletados por intermédio de séries históricas referentes às negociações diárias realizadas com as ações de empresas negociadas no mercado à vista nos anos de 2009 e 2010. As séries históricas de cotações são apresentadas e ajustadas por proventos (dividendos, desdobramentos, grupamentos, etc.) e foram obtidas através do sistema de informações da Economática e da Bloomberg.

A partir da obtenção da série foram aplicados os filtros abaixo na ordem apresentada para definição das empresas que irão compor a amostra:

1. Foram mantidas na amostra apenas as empresas cujos códigos de BDI forem iguais a 02, ou seja, aquelas negociadas no mercado à vista da Bovespa. Este filtro foi necessário para eliminar as demais negociações, tais como: opções, mercado de balcão, entre outras listadas no ANEXO II.
2. Foram eliminadas as ações de empresas que iniciaram sua negociação no período da amostra, ou seja, entre os dias 01/01/2009 e 31/12/2010.
3. Após aplicação das regras acima foram eliminadas da amostra as ações dos subsetores sem representatividade para os dois conjuntos (um de ações com governança diferenciada e outro com ações sem governança diferenciada). Para que as ações fossem consideradas na amostra o subsetor tinha que possuir, pelo menos, duas ações com e duas ações sem níveis diferenciados de Governança Corporativa.
4. Foi calculado ainda o índice de liquidez para cada uma das ações restantes, eliminadas aquelas cuja liquidez seja inferior a 0,0001%. Para cálculo da liquidez foi utilizada a fórmula abaixo apresentada em Silveira (2002) como utilizada pelo sistema de informações Economática.

$$LQ = 100 \times \left(\frac{P}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{V}{V}\right)}$$

Onde:

- LQ – Índice de liquidez da ação;
- p – número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado;
- P – número total de dias do período analisado;
- n – número de negócios com a ação no período analisado;
- N – número de negócios com todas as ações no período analisado;
- v – volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado;
- V – volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

Para cada empresa a ação que apresentou a maior liquidez foi considerada na amostra, no caso de empresas que possuem mais de um tipo de ação sendo negociada no mercado. A utilização de mais de um tipo de ação para a mesma companhia poderia prejudicar a independência dos eventos, na medida em que os retornos destas ações tendem a ser correlacionados.

Após a aplicação destes filtros foram obtidas 184 empresas, sendo 83 sem níveis diferenciados de governança e 101 com níveis diferenciados.

Para cada um dos grupos listados abaixo nos testes 1 e 2 a amostra se dividiu em duas, a saber:

- Negociações realizadas entre 01/01/2009 e 30/06/2009 - Amostra para cálculo do α (coeficiente de intercepto) e do β (coeficiente de declividade) para determinar o retorno esperado;
- negociações realizadas entre 01/07/2009 e 31/12/2010 – Amostra para cálculo dos retornos anormais.

As ações constantes dos grupos acima que não atingiram uma quantidade mínima de 20 negociações nos dois grupos foram eliminadas da amostra (BAHI3, VULC3, BPAT11, ECOR3, RNEW11 e SANB11), restando 180 ações na amostra. Esta eliminação foi necessária, pois as negociações podem estar concentradas em um período que prevaleça em um dos grupos, com isso ter-se-ia uma amostra deficitária para cálculo dos componentes α e β ou para cálculo do retorno esperado.

De posse das negociações diárias das empresas após os filtros apresentados anteriormente, foram elaboradas as amostras abaixo descritas para cada um dos testes:

Teste 1 – Comparação de grupos com e sem Governança Corporativa:

- Grupo 1 - Amostra constituída de ações com Governança Corporativa diferenciada (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) – 100 ações;
- Grupo 2 - Amostra constituída de ações sem Governança Corporativa diferenciada – 80 ações.

Teste 2 – Comparação de grupos com níveis diferenciados de Governança Corporativa

- Grupo 1 - Amostra constituída de ações classificadas como Nível 1 na Bovespa – 30 ações.
- Grupo 2 - Amostra constituída de ações classificadas como Nível 2 na Bovespa – 10 ações.
- Grupo 3 - Amostra constituída de ações classificadas como Novo Mercado na Bovespa – 60 ações.

Teste 3 – Comparação de empresas antes e depois de aderir a níveis diferenciados de Governança Corporativa

- Empresas do segmento de Energia Elétrica – Foram utilizadas as ações das empresas Centrais Elétricas de Santa Catarina (CELESC), Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Companhia Paranaense de Energia (COPEL), Centrais Elétricas Brasil (ELETROBRAS), TRACTEBEL e Transmissão Paulista (TRAN PAULIST), tendo as outras sido eliminadas conforme relatado no Anexo III.
- Empresas relacionadas no Índice do Setor Industrial em 10 de abril de 2011 – Foram utilizadas as ações das empresas Braskem, Confab, Embraer, Gerdau, Gerdau Metalúrgica, Hering, Klabin, Iochp-Maxion, Paranapanema, Marcopolo, Randon, Suzano Papel e Celulose, Unipar,

Usiminas e Weg, tendo as outras sido eliminadas conforme relacionado no Anexo IV.

Foram selecionadas ainda, através dos sistemas de informações da Economatica e da Bloomberg, as séries históricas referentes aos índices IBOV e IEE, cujo objetivo é servir como parâmetro para medir os retornos anormais nos testes estatísticos relatados na próxima subseção deste trabalho.

3.4. Tratamento dos dados

Os dados foram trabalhados utilizando-se as ferramentas Microsoft Access 2007, Microsoft Excel 2007 e o *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versão 13.0.

Teste 1 – Comparação de grupos com e sem Governança Corporativa

Para comparação dos grupos foram calculados os retornos anormais ou extraordinários (RA) para cada ação que compõem os grupos 1 e 2. Conforme visto nos trabalhos de Soares, Rostagno e Soares (2002), Batistella *et al.* (2004), Takamatsu e Lamounier (2006), Camargos e Barbosa (2006) e Costa e Camargos (2006) o RA pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it} / X_t)$$

Onde:

- RA_{it} = Retorno anormal de uma ação i no tempo t .
- R_{it} = Retorno real da ação i na data t .
- $E(R_{it} / X_t)$ = Retorno normal esperado da ação i na data t , dado o retorno de X na mesma data t , sendo X a informação condicionante para o modelo de performance normal.

Neste teste o IBOV será utilizado como valor de X .

Para aplicação da fórmula acima se faz necessário o cálculo do retorno normal esperado da ação. Para este cálculo, segundo Batistella *et al.* (2004), existem dois principais tipos de modelos para se estimar os retornos: econômico e estatísticos, sendo o primeiro fundamentalmente quantitativo enquanto o segundo leva em consideração uma maior quantidade de informações, tais como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Segundo Mackinlay (1997, p. 19) *apud* Batistella *et al.* (2004), o modelo estatístico de mercado é preferível ao CAPM: “Devido ao fato de o potencial de sensibilidade poder ser evitado a um custo baixo utilizando o modelo de mercado, o uso do CAPM foi quase cessado”. Reforçando esta visão, Soares, Rostagno e Soares (2002), concluíram que é indiferente a escolha entre os modelos de determinação de retornos normais, destacando um desempenho ligeiramente superior do modelo ajustado ao risco e ao mercado em relação aos demais.

Para estimar então o valor do retorno normal esperado da ação foi utilizado o modelo ajustado ao risco de mercado, onde os coeficientes α_i e β_i foram obtidos a partir do método dos mínimos quadrados. Assim, os retornos normais foram obtidos pela seguinte fórmula:

$$E(R_{it} / X_i) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

- $E(R_{it} / X_t)$ = Retorno normal esperado da ação i na data t
- α_i = Coeficiente de intercepto para a ação i
- β_i = Coeficiente de declividade para a ação i
- R_{mt} = Retorno da carteira de mercado na data t
- ε_{it} = Erro para o ativo i na data t .

Para cálculo dos retornos das ações Takamatsu e Lamounier (2006, p. 6), sugere a utilização da fórmula logarítmica a seguir.

O modelo logarítmico por ser simétrico é considerado por muitos o mais indicado, uma vez que se aproxima da distribuição normal. Tal distribuição é exigida nos testes estatísticos paramétricos, da maioria dos modelos econométricos que envolvem os retornos.

Esta mesma fórmula é utilizada nos trabalhos de Soares, Rostagno e Soares (2002), Batistella *et al.* (2004) e Camargos e Barbosa (2006).

$$R_{it} = \text{Ln} \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right)$$

Onde:

- R_{it} = Retorno do ativo i na data t , transformado pelo Ln.
- P_{it} = Cotação nominal de fechamento do ativo i na data t .
- $P_{i,t-1}$ = Cotação nominal de fechamento do ativo i na data $t-1$.

Conforme observado por Camargos e Barbosa (2003), a fórmula acima necessita ser ajustada em razão da inexistência de negociação das ações em determinados dias. Para solucionar possíveis problemas de negociações não frequentes é recomendável a utilização do procedimento *Trade-to-Trade*.

Ainda segundo Camargos e Barbosa (2003) “o procedimento *Trade-to-Trade* despreza os dias sem negociação, utilizando, assim, as taxas de retorno efetivamente observadas, com adaptações dos processos de estimação e dos testes estatísticos.”. O retorno normal utilizando este procedimento é obtido pela fórmula:

$$R_{i,nt} = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,nt}}{P_{i,n(t-nt)}} \right)$$

Onde:

- $P_{i,nt}$ = é a cotação da ação da empresa i , no dia t posterior ao intervalo i , ocorrido desde a negociação anterior;
- $P_{i,n(t-nt)}$ = é a cotação da ação da empresa i , no dia t anterior ao intervalo i , ocorrido desde a negociação anterior;

- nt = é o intervalo de tempo decorrido desde a negociação anterior

Após calcular os retornos anormais é necessários acumulá-los no período analisado, utilizando a fórmula a seguir do *Cumulative Abnormal Return* (CAR), conforme detalhado por Soares, Rostagno e Soares (2002), Batistella *et al.* (2004), Camargos e Barbosa (2006) e Costa e Camargos (2006).

$$CAR(t_1, t_n) = \sum_{t=1}^{t=n} RA_{it}$$

Onde:

- $CAR(t_1, t_n)$ = retorno anormal acumulado do ativo i
- t_1 = primeiro dia da amostra
- t_n = último dia da amostra

Conforme proposto por Costa e Camargos (2006), o teste de criação de riqueza para os acionistas, ou seja, de retornos anormais positivos para as ações foi realizado por meio da comparação de médias dos retornos anormais acumulados no período analisado utilizando-se o Teste t de Student com nível de significância de 5% ($p\text{-value} < 0,05$) para verificar as hipóteses abaixo:

- $H_0 (\mu_1 = \mu_2)$ – As médias dos retornos das duas amostras são iguais, ou seja, não existe diferença entre os grupos de empresas com governança diferenciada e sem governança.
- $H_1 (\mu_1 \neq \mu_2)$ – As médias dos retornos das duas amostras são diferentes, ou seja, existe diferença entre os grupos de empresas com governança diferenciada e sem governança.

Vale ressaltar que antes de realizar o Teste t de Student é necessário analisar a normalidade dos retornos anormais acumulados. Para tal foi utilizado o teste de Kolmogorov-Smirnov. Segundo Stevenson (1981) *apud* Costa e Camargos (2006), a hipótese subjacente a esta tese é:

- $H_0: F(x) = \text{Normal}$

- $H_1: F(x) \neq \text{Normal}$

Neste caso, não se rejeita a hipótese nula a um nível de significância α (igual a 0,05) se o valor calculado (p-value) é maior que o valor de α (ou seja, $p\text{-value} > \alpha$), e, portanto, pode-se dizer que a distribuição da variável em estudo advém de uma distribuição normal.

Para facilitar o entendimento e colocar os procedimentos na ordem em que devem ser aplicados, segue abaixo a lista das atividades que foram seguidas tendo em vista as justificativas detalhadas anteriormente. Estes procedimentos testaram as hipóteses relacionadas ao objetivo principal da pesquisa, já descritas anteriormente neste trabalho.

- 1) Calcular os valores de α e β .
- 2) Calcular o retorno normal esperado para cada ação da amostra.
- 3) Calcular o retorno real de cada ação, utilizando a fórmula logarítmica do procedimento *Trade-to-Trade*.
- 4) Calcular o retorno anormal para cada ação.
- 5) Acumular o retorno anormal utilizando a técnica CAR.
- 6) Verificar se a amostra possui uma distribuição normal utilizando o teste Kolmogorov-Smirnov.
- 7) Aplicar o teste t de Student para verificar se as médias das amostras apresentam diferença significativa.

Teste 2 – Comparação de grupos com níveis diferenciados de Governança Corporativa

Para este teste foram utilizados os passos de 1 à 6 descritos no item anterior, porém aplicado aos três grupos de dados descritos para este teste.

Machado, Machado e Corrar (2008), aplicam ainda o teste de Levene para verificar a homogeneidade das variâncias que permitirá a utilização do teste ANOVA

one-way. Neste trabalho foi utilizado também este teste para verificar a referida homogeneidade. O teste de Levene é aplicado através da seguinte fórmula:

$$W = \frac{(N - k) \sum_{i=1}^k N_i (\bar{Z}_i - \bar{Z}_{..})^2}{(k - 1) \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{N_i} (Z_{ij} - \bar{Z}_i)^2}$$

Onde:

- W = resultado.
- k = número de grupos diferentes da amostra.
- N = número total de amostras.
- N_i = número de amostras no grupo i.
- Y_{ij} = valor da amostra j do grupo i.
- $Z_{ij} = |Y_{ij} - \bar{Y}_i|$, sendo \bar{Y}_i média do grupo i.
- $\bar{Z}_{..}$ = a média de todos os Z_{ij} .
- \bar{Z}_i = a média dos Z_{ij} do grupo i.

De acordo com Levine *et al.* (2000) *apud* Bressan e Bressan (2008) “a análise de variância (ANOVA *one-way*) pode ser usada para testar a igualdade entre três ou mais médias populacionais, utilizando-se dados obtidos por estudos observacionais ou experimentais.”. Machado, Machado e Corrar (2008) também utilizaram o teste paramétrico de Análise de Variância (ANOVA *one-way*), a fim de averiguar a igualdade entre a rentabilidade média das carteiras da Bovespa.

Foi utilizada a ANOVA *one-way* para testar a igualdade da rentabilidade entre as ações negociadas nas três diferentes classificações de governança apresentadas pela Bovespa, verificando as hipóteses a seguir:

- $H_0 (\mu_1 = \mu_2 = \mu_3)$ - As médias dos retornos das três amostras são iguais, ou seja, não existe diferença entre os três diferentes grupos de governança estabelecidos pela Bovespa;
- $H_1 (\mu_1 \neq \mu_2 \text{ ou } \mu_1 \neq \mu_3 \text{ ou } \mu_2 \neq \mu_3)$ – As médias dos retornos de um dos grupos são diferentes, ou seja, existe diferença em pelo menos um dos grupos de governança estabelecidos pela Bovespa;

Para o caso da hipótese (H_0) ser rejeitada, não se poderia concluir que todas as médias eram diferentes. Rejeitar H_0 significa que pelo menos uma média populacional tinha valor diferente. Caso isto ocorresse seria utilizado o procedimento de Tukey, no qual duas médias são consideradas ser significativamente diferentes, se sua diferença absoluta for superior a determinado valor.

Ordenando mais uma vez os procedimentos deste teste em uma lista de processos a serem seguidos. Esta sequência de processos foi utilizada para verificar se o valor das ações das empresas varia positivamente quanto maior for o nível de governança que esta possui, conforme primeiro objetivo secundário definido.

- 1) Calcular os valores de α e β .
- 2) Calcular o retorno normal esperado para cada ação da amostra.
- 3) Calcular o retorno real de cada ação, utilizando a fórmula logarítmica do procedimento *Trade-to-Trade*.
- 4) Calcular o retorno anormal para cada ação.
- 5) Acumular o retorno anormal utilizando a técnica *CAR*.
- 6) Verificar se a amostra possui uma distribuição normal utilizando o teste Kolmogorov-Smirnov.
- 7) Aplicar o teste de Levene para verificar a homogeneidade das variâncias.
- 8) Realizar o teste de ANOVA *one-way*.
- 9) Caso a hipótese seja rejeitada, aplicar o procedimento de Turkey para verificar quais médias são diferentes.

Teste 3 – Comparação de empresas antes e depois de aderir a níveis diferenciados de Governança Corporativa

Como teste adicional, foram utilizadas as amostras de empresas do segmento de Energia Elétrica e das que compõem o no Índice do Setor Industrial definidas na seção “Seleção e coleta dos dados” deste trabalho. Neste teste foi aplicada a metodologia de estudo de eventos que, segundo *Batistella et al. (2004)*, “se resume na tentativa de mensurar impactos nos preços de títulos em função de eventos ocorridos.”.

Camargos e Barbosa (2006, p. 6) definem o estudo de evento da seguinte forma:

Um Estudo de Evento consiste em utilizar um modelo de geração de retorno acionário, considerado como padrão (retorno normal), o qual é tido como o retorno que o título teria caso o evento não ocorresse. Depois disso, visando identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico que se está analisando, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno observado no período de análise.

Conforme observado por Batistella *et al.* (2004), o pilar central do estudo de eventos “é a hipótese de eficiência dos mercados, uma vez que os impactos de eventos relevantes seriam refletidos de maneira rápida no preço das ações.”.

Santos *et al.* (2010) afirmam que “A definição de eficiência de mercado foi criada por Fama (1970), quando definiu mercado financeiro eficiente como aquele em que o preço dos ativos negociados sempre reflete inteiramente as informações disponíveis.”.

A metodologia de cálculo do retorno anormal para este teste difere da utilizada nos demais testes deste trabalho. Optou-se pela fórmula sugerida no trabalho de Costa e Camargos (2006) descrita abaixo:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{t+1}}{P_{t0}}\right) - \ln\left(\frac{I_{t+1}}{I_{t0}}\right)$$

Onde:

- P_{t0} = é a cotação da ação em uma data base;
- P_{t+1} = é a cotação da ação no mercado em um dia t posterior;
- I_{t0} = é a cotação do índice de mercado em uma data base;
- I_{t+1} = é a cotação do índice de mercado em um dia t posterior;

Após calcular os retornos, estes são acumulados no tempo e por título, utilizando a técnica de agregação de retornos anormais, já explicitada nos testes anteriores.

Para aplicação do método de estudo de ventos o item fundamental é definir as janelas de eventos a serem analisadas para aplicação dos métodos de cálculo vistos anteriormente. Santos *et al.*(2010) ressalta que:

...o primeiro passo de um estudo de eventos é a escolha do evento de interesse, definido como data zero, e do período de observação, ou seja, da janela do evento, a qual não deve ser curta ou longa demais, para evitar distorções.

Neste estudo foi definida como data zero a data da efetiva entrada da ação nos níveis diferenciados de governança da Bovespa. Com isso, a janela do evento será constituída de 120 dias de negociações posteriores à data da efetiva entrada nos níveis diferenciados, conforme mencionado em Mackinlay (1997, p. 15).

Após definida a janela de evento, é necessário definir a janela de estimação, ou seja, o período de tempo antes da ocorrência do evento para ser utilizado para comparação. Conforme observado por Batistella *et al.* (2004), a fim de evitar efeitos advindos de informações da entrada nos níveis diferenciados da Bovespa da ação antes da efetiva migração, utilizou-se 30 dias entre a efetiva entrada e o início da janela de estimação. Com isso, a janela de estimação será de 120 dias de negociação anteriores ao período de 30 dias estabelecidos, conforme figura abaixo.

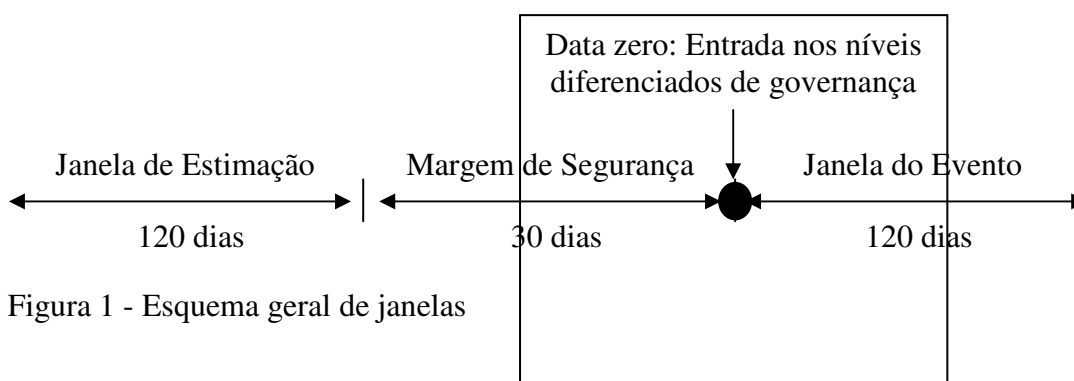


Figura 1 - Esquema geral de janelas

Conforme sugerido por Costa e Camargos (2006), após os cálculos de retornos anormais nas janelas de estimação e do evento, foi utilizado o teste t de Student para comparar a média da variável CAR (t_1, t_2) em ambas as janelas.

A hipótese a ser testada neste caso é:

- H_0 : A média dos retornos acumulados no tempo e no título é igual para a janela anterior ao evento (estimação) e posterior (evento), indicando que não ocorreram retornos anormais estatisticamente significativos.
- H_1 : A média dos retornos acumulados no tempo e no título é diferente para a janela anterior ao evento (estimação) e posterior (evento), indicando que não ocorreram retornos anormais estatisticamente significativos.

Após definidas todas as fórmulas e procedimentos necessários, abaixo foi definida uma sequência de passos para implementação do teste, cujo objetivo é verificar se a aderência a níveis diferenciados de governança altera o valor das ações das empresas, conforme o segundo objetivo secundário do trabalho.

- 1) Calcular o retorno anormal para cada ação dentro da janela do evento e dentro da janela de estimação.
- 2) Acumular o retorno anormal utilizado a técnica CAR dentro da janela do evento e da janela de estimação.
- 3) Acumular o retorno anormal para o segmento de energia e para as ações que compõem o Índice do Setor industrial separadamente.
- 4) Verificar se a amostra possui uma distribuição normal utilizando o teste Kolmogorov-Smirnov.
- 5) Aplicar o teste t de Student para verificar se os retornos anormais acumulados (CAR) antes e depois da data do evento possuem diferença com relevância estatística.

Observações:

A proposta de aplicação do teste t de Student nos testes 1 e 3 deste trabalho considerou que a amostra obtida teria uma distribuição normal de probabilidades que será checada através do teste de Kolmogorov-Smirnov.

Caso o pressuposto acima não fosse confirmado, seria utilizado o teste não-paramétrico dos sinais, que é menos rigoroso em relação ao tipo de distribuição de probabilidades das variáveis analisadas, conforme sugerido por Batistella *et al.* (2004).

A fórmula do teste dos sinais é:

$$\Theta = \left[\frac{N+}{N} - 0,5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim (0,1)$$

Onde:

- Θ = estatística obtida.
- $N+$ = número de retornos anormais acumulados (CAR) positivos.
- N = número total de retornos anormais acumulados (CAR) da amostra.

A referida fórmula teste as seguintes hipóteses:

- $H_0 - p = 0,5$
- $H_1 - p > 0,5$

No caso do teste 2 o método proposto é a ANOVA one-way que também considera que os dados possuem uma distribuição normal de probabilidades que foi checada através do teste de Kolmogorov-Smirnov, bem como a homogeneidade da variância que foi confirmada com o teste de Levene. Caso não se confirmasse as condições básicas para realização do teste ANOVA, seria utilizado o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis conforme sugerido por Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), Malacrida e Yamamoto (2006) e Machado, Machado e Corrar (2008). A fórmula do teste de Kruskal-Wallis é:

$$H = \frac{12}{N(N+1)} \sum_{j=1}^K \frac{(R_j)^2}{n_j} - 3(N+1)$$

Onde:

- N = número total de observações
- K = número de amostras

- n_j = número de observações na j -ésima amostra
- R_j = soma dos postos da j -ésima amostra

Comparando com os valores críticos $\chi^2_{\text{crítico}}(\alpha, gl = k - 1)$, sendo a hipótese nula a igualdade das médias.

3.5. Limitação do método

As limitações deste trabalho são diversas, sendo que estão relacionadas a imprevisibilidade do mercado e das decisões dos investidores.

A primeira limitação diz respeito às diversas variáveis exógenas que afetam o desempenho das ações e cujos efeitos não foram considerados neste trabalho. Dentre os itens que podem afetar consideravelmente o valor das ações pode-se citar: a ocorrência de crises financeiras; a variação cambial; o preço do petróleo; políticas econômicas que beneficiem ou prejudiquem determinados setores da economia; etc. Esta lista é infinita, mas os itens descritos exemplificam bem a gama de fatores que não foram considerados neste trabalho e podem afetar o comportamento anormal das ações.

A desconsideração dos efeitos das teorias comportamentais, onde diferentes reações dos investidores podem ocasionar variações inesperadas no valor das ações, conforme relatado por Kimura (2003, p. 3) também constitui uma limitação do estudo.

Desafiando o paradigma imposto pela hipótese de mercados eficientes, as finanças comportamentais consideram que os investidores podem agir de maneira não-racional impactando consistentemente o comportamento do mercado. Assim, os defensores das finanças comportamentais advogam a possibilidade de ganhos extraordinários decorrentes de distorções previsíveis nos preços dos ativos financeiros.

Com relação aos dados é mister destacar a diferença de quantidade de ações com e sem governança nos diferentes segmentos da Bovespa, bem como do porte das empresas, liquidez, rentabilidade, entre outros. O efeito desta limitação foi diminuído com as premissas de que ações de subsectores sem representatividade para os dois

conjuntos e sem um nível mínimo de liquidez foram excluídas da amostra. Entretanto, não existe equivalência das amostras analisadas no que tange as empresas selecionadas.

Ainda quanto aos dados, o estudo utilizou como amostra informações referentes aos anos de 2009 e 2010, sendo um período relativamente curto. Além disso, as empresas possuem características intrínsecas que podem influenciar o seu valor de mercado cujos efeitos não puderam ser isolados nas análises realizadas.

Ainda referente ao método utilizado para levantamento e coleta dos dados, limitações como: relações de causalidade entre as variáveis; limitação temporal dos dados; especificações do modelo; erros nos dados e correlação espúria precisam ser pontuadas.

Outra limitação diz respeito à metodologia de estudo de eventos, conforme observado por Batistella *et al.* (2004), a premissa da hipótese do mercado eficiente possui a limitação de não ser possível mensurar se uma ação incorporou integralmente as informações anunciadas, bem como se os valores foram incorporados antes do anúncio da informação, devido a vazamento.

Ainda relativo ao estudo de evento, a data utilizada no teste 3 é a da migração para negociação no nível diferenciado de Governança Corporativa. Utilizou-se uma janela de segurança de 30 dias para evitar captar reflexos nas ações de informações sobre a negociação anunciada anteriormente.

O beta utilizado foi o calculado pelo método dos mínimos quadrados sem nenhum ajuste para a redução da falta de sincronização, conforme sugerido por Brown e Warner (1985).

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

A análise dos dados a seguir compreende as regressões utilizadas para determinação do retorno esperado de cada ação, os cálculos dos retornos normais, anormais, acumulados e, por fim, os 3 testes que compararam os retornos obtidos.

Com base nos resultados obtidos nos testes detalhados a seguir e considerando as limitações apresentadas pelo estudo, foi possível evidenciar que as empresas brasileiras de capital aberto com níveis diferenciados de Governança Corporativa não possuem maior valorização de suas ações no mercado a vista da Bovespa do que as empresas que não têm níveis diferenciados.

Foi verificado também que não há relação entre os diferentes níveis de Governança Corporativa estabelecidos pela Bovespa e o retorno aos acionistas. Em todos os testes realizados, as médias de retorno dos diferentes grupos de ações foram consideradas estatisticamente iguais.

Por fim, considerando o grupo de empresas dos setores de Energia Elétrica e as que compõem o Índice do Setor Industrial, também não foi possível identificar qualquer incremento na valorização das ações após a aderência destas aos níveis diferenciados de Governança Corporativa definidos pela Bovespa.

4.1. Teste 1 – Comparação de grupos com e sem Governança Corporativa

Para cálculo dos retornos anormais, inicialmente verificou-se os retornos esperados de cada ação. Para cada ação da amostra calculou-se os coeficientes α e β utilizando o método dos mínimos quadrados e os retornos das ações entre os dias 01/01/2009 e 30/06/2009, conforme detalhado no Anexo V.

Com base nos coeficientes obtidos foram calculados os retornos esperados para que fossem subtraídos com os retornos reais ajustados, obtendo-se desta forma os retornos anormais diários para cada título. Após este cálculo os retornos anormais foram acumulados por cada ação, conforme detalhado no Anexo VI.

Os retornos anormais acumulados calculados anteriormente foram agrupados em dois grupos, sendo um com um dos níveis diferenciados de Governança Corporativa e outro sem esta classificação. O teste consistiu na análise da média dos retornos anormais estes dois grupos utilizando-se o teste T. O pressuposto para aplicação do teste T é que a amostra selecionada possui uma distribuição normal e é homogênea.

Através do teste de Kolmogorov-Smirnov foi confirmada a distribuição normal da amostra, uma vez que o valor calculado (p-value) de 0,119 é maior que o valor de α (0,05), não sendo rejeitada a hipótese nula de normalidade.

Foi aplicado o teste de Levene para verificar a homogeneidade da variância da amostra. O valor calculado foi de 0,057, sendo maior que o valor de α (0,05) a hipótese nula não pode ser rejeitada, tendo a amostra uma distribuição homogênea.

Comparou-se a média de retorno dos grupos com e sem governança diferenciada através do teste T com nível de significância de 95%, obtendo um valor calculado de 0,904. Com isso, não é possível rejeitar a hipótese de que as médias de retornos anormais dos dois grupos são iguais.

Com base nos resultados acima e considerando a metodologia utilizada, é possível responder as hipóteses formuladas para avaliar se existe diferença com relevância estatística entre os retornos anormais observados em dois grupos, um composto por ações com níveis diferenciados de Governança Corporativa e outro com ações sem níveis diferenciados de governança. Ficou definido que a hipótese nula não pode ser rejeitada, ou seja, as médias dos retornos das duas amostras são iguais, não existindo diferença entre os grupos de empresas com governança diferenciada e sem governança. Os resultados obtidos através do SPSS 13.0 podem ser verificados no Anexo VII deste trabalho.

Os resultados deste teste demonstraram que as amostras de ações de empresas com e sem governança tiveram retornos anormais estatisticamente iguais nos anos de 2009 e 2010, ou seja, o nível diferenciado de governança não foi um diferencial na geração dos retornos para os acionistas. Este resultado corrobora os identificados por Bhagat e Black (1999), Moore e Porter (2007), Agrawal e Knoeber (1996) e Demsetz e

Lehn (1985) relatados no referencial teórico deste trabalho. Este trabalho não entra no mérito de analisar os aspectos que determinam o que é governança em cada trabalho internacional aqui relatado.

Dentre os estudos nacionais o resultado deste teste confirma os identificados nos trabalhos: Batistella et al. (2004), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Pedreira e Santos (2006), Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) e Nobilli (2006). É importante mencionar que a amostra considerou 182 empresas de diversos setores, sendo maior que a dos estudos citados, bem como utilizou uma abordagem metodológica diferente.

Vale ressaltar que este teste considerou como nível diferenciado de governança qualquer uma das 3 classificações da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). O teste a seguir analisará os retornos diferenciando estes níveis.

4.2. Teste 2 – Comparação de grupos com níveis diferenciados de Governança Corporativa

Este teste é um complemento do anterior e utilizou os mesmos retornos anormais acumulados demonstrados anteriormente, sendo 3 grupos de ações diferenciados pelo seu nível na Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), conforme abaixo:

Ação	Retorno Anormal Acumulado	Ação	Retorno Anormal Acumulado
ALPA4	-0,3499119	GGBR4	0,1975685
BBDC4	0,4695307	GOAU4	0,2557531
BICB4	-2,0252518	IDVL4	-1,3087579
BPNM4	-1,4357952	ITSA4	0,7210260
BRAP4	0,7148547	KLBN4	1,7692928
BRKM5	0,8609232	MGEL4	0,3984314
BRSR6	0,2438249	PINE4	-1,4769252
CESP6	0,0517934	PMAM3	0,8282624
CMIG4	0,4262074	PRBC4	-2,2110422
CNFB4	-0,3857953	RAPT4	-0,1364058
CPLE6	0,5162775	SUZB5	0,1964374
CZRS4	0,7229820	TRPL4	-0,0367896
DAYC4	0,3153453	UGPA4	0,3429390
ELET3	0,1971731	UNIP6	-0,7647643

Ação	Retorno Anormal Acumulado	Ação	Retorno Anormal Acumulado
FRAS4	0,2148353	USIM5	-0,4958063

Tabela 1 – Grupo de Ações Nível 1

Fonte: Elaborado pelo autor

Ação	Retorno Anormal Acumulado
ABCB4	-0,0885765
CLSC6	0,8431358
ELPL4	-0,7973220
GOLL4	1,0840530
POMO4	0,6880188
SFSA4	-0,1527112
STBP11	-0,7225751
SULA11	-1,0997908
TAMM4	1,0978925
TRNA11	-1,4267697

Tabela 2 – Grupo de Ações Nível 2

Fonte: Elaborado pelo autor

Ação	Retorno Anormal Acumulado	Ação	Retorno Anormal Acumulado	Ação	Retorno Anormal Acumulado
BBAS3	-0,0838479	EVEN3	0,8546086	MRVE3	-1,4318661
BBRK3	-0,3220547	EZTC3	-0,4727343	MYPK3	-0,0301683
BEEF3	-0,2132299	FHER3	-1,8726547	OHLB3	-0,1921225
BISA3	-0,5863954	GFSA3	0,2131138	PDGR3	-0,6076523
BRFS3	0,2432067	GRND3	-0,5134587	PFRM3	-1,2466211
BTOW3	-0,8542440	HBOR3	-0,8601483	PSSA3	0,4682028
CARD3	-1,3191069	HGTX3	0,8858636	PTBL3	0,0951107
CCIM3	0,7760179	INPR3	-0,7328323	RDNI3	-2,1219177
CCRO3	-0,0487095	JBSS3	-0,4333001	ROMI3	0,1594294
CPFE3	0,4510928	JHSF3	0,4359846	RSID3	-0,8631920
CRDE3	-0,0155302	LIGT3	-0,3097292	SBSP3	0,8993020
CSAN3	0,6395642	LLIS3	2,3378813	SGPS3	0,2666913
CSMG3	-0,5367758	LLXL3	-1,6097839	SMTO3	-0,7242841
CYRE3	1,1144520	LOGN3	-0,9847235	TBLE3	0,4898258
DROG3	-0,8443116	LPSB3	0,1484952	TCSA3	-0,1561502
DTEX3	-1,5054287	LREN3	0,7988426	TGMA3	0,0262068
EMBR3	1,6904470	LUPA3	0,0309424	TPIS3	-1,5559542
ENBR3	0,4361187	MDIA3	-0,5380969	TRIS3	-0,1813950
EQTL3	-1,2035823	MPXE3	-1,0523161	VLID3	-0,4934884
ETER3	-0,2670615	MRFG3	-1,5135658	WEGE3	0,5027860

Tabela 3 – Grupo de Ações Novo Mercado

Fonte: Elaborado pelo autor

O objetivo foi comparar se diferentes níveis de governança proporcionaram retornos anormais diferenciados. Para comparação dos retornos utilizou-se o teste ANOVA.

Através do teste de Kolmogorov-Smirnov foi confirmada a distribuição normal da amostra, uma vez que o valor calculado (p-value) de 0,898 é maior que o valor de α (0,05), não sendo rejeitada a hipótese nula de normalidade.

Adicionalmente foi aplicado o teste de Levene para verificar a homogeneidade das variâncias que permitirá a utilização do teste ANOVA one-way. Como o valor calculado foi de 0,836 a hipótese nula não pode ser rejeitada, tendo a amostra uma distribuição homogênea.

Na comparação dos três grupos de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) obteve-se um valor calculado de 0,560 sendo a hipótese nula confirmada, ou seja, a média dos retornos anormais dos grupos analisados são estatisticamente iguais.

Com base nos resultados acima, que podem ser encontrados no Anexo VIII, é possível determinar que as médias dos retornos das três amostras são iguais em resposta à hipótese formulada para verificar se existe diferença significativa entre a valorização das ações nos três diferentes níveis de governança estabelecidos pela Bovespa.

Este resultado reforça o identificado no teste anterior de que a diferenciação nos níveis de governança não é um fator que influencia o valor das ações da empresa. Entretanto, conforme observado por Moore e Porter (2007), diversos fatores podem influenciar conjuntamente o valor da uma empresa e o pesquisador não possui controle sobre todos estes fatores. Para tentar minimizar este problema o teste 3 analisará empresas dos segmentos de Energia e do setor Industrial antes e depois de terem aderido aos níveis diferenciados de governança da Bovespa.

4.3. Teste 3 – Comparação de empresas antes e depois de aderir a níveis diferenciados de Governança Corporativa

Este teste está dividido em duas partes, a primeira que trata das ações do setor de Energia e a segunda de ações que compunham o índice do setor Industrial. Apesar de diferirem no segmento, o objetivo final é o mesmo em ambos os casos, identificar se existe diferença significativa entre a valorização das ações após a adoção de níveis diferenciados de governança estabelecidos pela Bovespa.

Energia

Este teste utilizou a metodologia de estudos de eventos, conforme descrito anteriormente. Com isso, foram acumulados os retornos anormais de uma amostra das empresas que compunham o índice de Energia em dois momentos distintos. Primeiro momento foi a janela de estimação que consiste nos 120 dias de negociação anteriores a 30 dias contados da ocorrência da entrada da ação em um nível diferenciado de governança. O segundo momento foi a janela do evento, que consiste nos 120 dias posteriores à entrada da ação no nível diferenciado. Abaixo segue uma tabela com a distribuição das datas utilizadas. Vale ressaltar que para cálculo dos retornos anormais foi utilizado o Índice de Energia Elétrica (IEE).

Ação	Janela de Estimação	Data do Evento	Janela do Evento
CLSC6	27/01/2002 a 27/05/2002	26/06/2002	26/06/2002 a 24/10/2002
CMIG4	20/05/2001 a 17/09/2001	17/10/2001	17/10/2001 a 14/02/2002
CPLE6	09/12/2007 a 07/04/2008	07/05/2008	07/05/2008 a 04/09/2008
ELET3	02/05/2006 a 30/08/2006	29/09/2006	29/09/2006 a 27/01/2007
TRPL4	21/04/2002 a 19/08/2002	18/09/2002	18/09/2002 a 16/01/2003
TBLE3	19/06/2005 a 17/10/2005	16/11/2005	16/11/2005 a 16/03/2006

Tabela 4 – Janelas de estimação e evento - Energia

Fonte: Elaborado pelo autor

Para cada ação e dentro das janelas de estimação e evento foram acumulados os retornos anormais identificados no período, conforme detalhado abaixo:

Ação	Estimação	Evento
CLSC6	0,15491649	0,04261545
CMIG4	0,25578898	0,10720941
CPLE6	0,04053321	0,04152622
ELET3	-0,16702406	-0,15855654
TRPL4	0,10859354	0,04179910
TBLE3	0,07290642	-0,04855933

Tabela 5 – Retorno acumulado - Energia

Fonte: Elaborado pelo autor

A distribuição normal dos retornos acumulados obtidos foi verificada através do teste de Kolmogorov-Smirnov, cujo resultado de 0,449 de significância atesta a referida normalidade. A homogeneidade das variâncias da amostra também foi verificada através do teste de Levene, onde se obteve um valor calculado de 0,605 (p-value), confirmando a sua homoscedasticidade.

Após as confirmações detalhadas anteriormente realizou-se a comparação das médias das duas amostras, tendo como resultado um valor calculado de 0,315 com nível de significância de 95%, ou seja, não é possível rejeitar a hipótese nula de que as médias dos retornos anormais dos dois grupos são iguais.

Mais uma vez o resultado obtido para o setor de Energia, detalhado no Anexo IX, confirma os resultados já identificados neste trabalho nos testes 1 e 2 as conclusões obtidas nos trabalhos de Batistella et al. (2004), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Pedreira e Santos (2006), Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) e Nobilli (2006).

Indústria

Este teste utilizou exatamente a mesma metodologia apresentada anteriormente para o segmento de Energia. A única observação é que neste teste não foi possível utilizar o índice próprio do setor (INDX), uma vez que as janelas de evento e estimação foram anteriores ao início de cálculo do referido índice. Com isso, utilizou-se o IBOV

como parâmetro para os cálculos. Apesar disso, na identificação do setor foram utilizadas as ações que compunham o índice, como explicitado no item Seleção e de Coleta de Dados deste trabalho.

Ação	Janela de Estimação	Data do Evento	Janela do Evento
BRKM5	16/09/2002 a 14/01/2003	13/02/2003	13/02/2003 a 13/06/2003
CNFB4	22/07/2003 a 19/11/2003	19/12/2003	19/12/2003 a 17/04/2004
EMBR3	06/01/2006 a 06/05/2006	05/06/2006	05/06/2006 a 03/10/2006
GGBR4	27/01/2001 a 27/05/2001	26/06/2001	26/06/2001 a 24/10/2001
GOAU4	27/01/2003 a 27/05/2003	26/06/2003	26/06/2003 a 24/10/2003
HGTX3	17/12/2006 a 16/04/2007	16/05/2007	16/05/2007 a 13/09/2007
KLBN4	13/07/2002 a 10/11/2002	10/12/2002	10/12/2002 a 09/04/2003
MYPK3	26/10/2007 a 23/02/2008	24/03/2008	24/03/2008 a 22/07/2008
PMAM3	06/07/2007 a 03/11/2007	03/12/2007	03/12/2007 a 01/04/2008
POMO4	06/04/2002 a 04/08/2002	03/09/2002	03/09/2002 a 01/01/2003
RAPT4	27/01/2001 a 27/05/2001	26/06/2001	26/06/2001 a 24/10/2001
SUZB5	09/12/2002 a 08/04/2003	08/05/2003	08/05/2003 a 05/09/2003
UNIP6	27/06/2004 a 25/10/2004	24/11/2004	24/11/2004 a 24/03/2005
USIM5	14/05/2007 a 11/09/2007	11/10/2007	11/10/2007 a 08/02/2008
WEGE3	23/01/2007 a 23/05/2007	22/06/2007	22/06/2007 a 20/10/2007

Tabela 6 – Janelas de estimação e evento - Indústria

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como no segmento de Energia, para cada ação dentro das janelas de estimação e evento foram acumulados os retornos anormais identificados no período, conforme detalhado abaixo:

Ação	Estimação	Evento
BRKM5	-0,2382122	0,6072076
CNFB4	-0,4293050	-0,1326160
EMBR3	-0,1856812	0,1706461
GGBR4	-0,1751107	0,2989232
GOAU4	0,0846634	-0,0248940
HGTX3	0,7171583	-0,3572550
KLBN4	0,2070187	0,5393980
MYPK3	0,0820847	-0,1774062
PMAM3	-0,4896635	-0,4320419
POMO4	0,4007375	0,0249048
RAPT4	0,0466645	0,0717998
SUZB5	0,1763605	0,1990135
UNIP6	0,4545361	0,0423210
USIM5	0,0623452	0,0770949
WEGE3	-0,0630945	0,2165583

Tabela 7 – Retorno acumulado - Indústria

Fonte: Elaborado pelo autor

A distribuição normal dos retornos acumulados obtidos acima foi verificada através do teste de Kolmogorov-Smirnov, cujo resultado de 0,916 de significância atesta a referida normalidade. Além disso, aplicou-se o teste de Levene para verificar a homogeneidade das variâncias da amostra com um valor calculado de 0,637 (p-value), confirmando a sua homoscedasticidade.

Por fim realizou-se a comparação das médias das duas amostras através do teste T, tendo como resultado um valor calculado de 0,781 com nível de significância de 95%. Com este resultado não é possível rejeitar a hipótese nula de que as médias dos retornos anormais dos dois grupos são iguais também para o segmento da indústria.

Este resultado, detalhado no Anexo X, corrobora todos os demais que foram obtidos neste trabalho e nos citados nos testes anteriores.

Como observado mesmo quando a análise se restringe a setores específicos e as mesmas empresas antes e depois de adotarem práticas diferenciadas de governança não é possível identificar correlação entre a valorização das ações e a adoção das referidas práticas.

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Tendo em vista os custos envolvidos na adoção de práticas diferenciadas de governança e da ideia de que estes custos trariam retornos tangíveis às empresas e, por consequência a seus investidores, este trabalho buscou identificar a existência de tal relação utilizando diferentes abordagens estatísticas.

Assim como os diversos estudos detalhados no referencial teórico e nominados nos tópicos ao longo deste trabalho, em todos os testes realizados não foi possível identificar nenhuma relação entre os níveis de Governança Corporativa e os retornos apresentados pelas ações na amostra analisada.

Os resultados obtidos neste trabalho podem levar a conclusões errôneas de que a implementação de boas práticas de governança não são recomendáveis. Pelo contrário, a adoção de boas práticas de transparência e governança são essenciais para manutenção da confiança no mercado de capitais e seu consequente crescimento e robustez. Entretanto, os motivadores para que tais práticas sejam implementadas devem ser observadas com cautela por todos os envolvidos no processo.

As empresas devem analisar se os gastos em governança irão gerar maior transparência e confiabilidade das informações prestadas. Os acionistas, principalmente os minoritários, devem fiscalizar se as empresas em que investem possuem boas práticas de governança e cobrar sua implementação, uma vez que a prestação de informações e fiscalização das ações dos executivos é a única forma de minimizar os problemas de agência discutidos neste trabalho.

Por sua vez, os governos e órgãos reguladores devem estar atentos, pois as empresas não irão investir em melhores práticas e processos pelo retorno financeiro, uma vez que este não foi possível de quantificar. Com isso, a adoção de leis e normas exigindo a adoção destas práticas se torna necessária para garantir o bom funcionamento das instituições.

Este trabalho buscou através de uma abordagem quantitativa e estruturada verificar se a adoção de práticas diferenciadas geraria retorno para a empresa, sendo por

si só um motivador de sua adoção. Ao verificar que tal relação não pode ser comprovada, surge a necessidade de implementações motivadas por obrigações legais, estruturais ou exigidas das partes que podem ser prejudicadas pela falta de adoção de práticas diferenciadas, dentre elas pode-se nominar os acionistas minoritários.

Vale ressaltar que as abordagens sugeridas para garantir a implementação de boas práticas são de pouca valia sem a construção de um mecanismo eficaz de controle e fiscalização. Esta última atividade, deve permear todos os níveis da organização, seja nos Comitês de Auditoria e Conselhos Fiscais das empresas, na fiscalização direta pelos acionistas minoritários, nas auditorias externas contratadas para verificação das demonstrações contábeis, seja elas nos órgãos governamentais ou instituições reguladoras.

Este estudo utilizou três diferentes análises para verificar a possível influência da governança no valor de mercado das empresas ampliando a abordagem metodológica observada em outros trabalhos mencionados no referencial teórico. Além disso, a amostra utilizada nos testes considerou 182 empresas de diversos setores. Entretanto, como qualquer trabalho, ele está sujeito a limitações e diferentes estudos podem ser realizados no sentido de aprofundar o entendimento sobre o tema. Para futuros estudos sugere-se:

- A consideração das diferentes variáveis exógenas que afetam o desempenho das ações, ou parte destas, tais como: petróleo, situação econômica, setor de mercado e câmbio. Com isso, os efeitos de cada variável poderem ser medidas e analisadas nas diferentes empresas;
- a inclusão e consideração de estudos comportamentais, onde diferentes reações de investidores têm relação direta no valor das ações;
- a ampliação da amostra de ações e do tempo de análise considerado;
- consideração das características intrínsecas de cada empresa, tais como: financeira, administrativa, organizacional, política e seus efeitos no valor de mercado;

- utilização de diferentes técnicas estatísticas que atenuem as limitações das ferramentas aqui utilizadas. Como exemplo, pode-se mencionar a limitação do estudo de eventos, bem como a data utilizada como parâmetro neste trabalho e/ou a utilização de ajustes para redução da falta de sincronização do beta mencionada anteriormente;
- adoção de outras variáveis na definição de Governança Corporativa;
- realização de estudo de natureza qualitativa para identificar as variáveis observadas que, segundo a opinião dos entrevistados, estariam inclusas no construto Governança Corporativa;
- estudo de natureza quantitativa, com foco exploratório, para verificar como as variáveis observadas obtidas no estudo qualitativo estão distribuídas por fator ou componente principal constituinte do constructo Governança Corporativa;
- estudo de natureza quantitativa, com foco causal, para verificar se os fatores identificados no estudo exploratório influenciam os retornos das ações através de Modelagem de Equações Estruturais ou de mínimos Quadrados Parciais.

Por último, sugere-se a realização de um estudo aprofundado envolvendo as estruturas de controle e fiscalização, que não foram escopo deste trabalho, mas que são de fundamental importância para implementação de práticas diferenciadas de governança.

6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31 (3), 377-398. Setembro/1996.

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. **Adoção de práticas de Governança Corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas**. Revista de Administração da USP (RAUSP), São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out.-nov.-dez. 2004.

AHMED, H. K.; ALAM, M. J.; JAFAR, S. A.; ZAMAN, S., H. *A Conceptual Review on Corporate Governance and its Effect on Firm's Performance: Bangladesh Perspective*. American International University-Bangladesh Working Paper No. AIUB-BUS-ECON-2008-10. Março/2008

ÁLVARES, E.; GIACOMETTI, C.; GUSSO, E. **Governança Corporativa um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2008.

BAI, C.; LIU, Q.; LU, J.; Song, F. M.; Zhang, J. *Corporate Governance and Market Valuation in China*. William Davidson Working Paper N. 564. Maio/2003

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. **Retornos de ações e Governança Corporativa: um estudo de eventos**. In: Congresso de Controladoria e Contabilidade, 4. São Paulo: FEA-USP, 2004.

BHAGAT, S.; BLACK, B. *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*. Business Lawyer 54.P. 921-963. 1999.

BLACK, B. *The Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data*. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 149, pp. 2131-2150, 2001.

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

BOVESPA. Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. Disponível em <www.bovespa.com.br>, acessado em 01/02/2011.

BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A. **Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam Governança Corporativa com relação às empresas do mercado tradicional?** Organizações Rurais e Agroindustriais, Lavras, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008.

BROWN, S. J., WARNER, J. B. *Using daily stock returns: the case of event studies*. Journal of Financial Economics, 14, p.3-32. 1985.

CAMARGOS, M. A; BARBOSA, F.V. **Estudo de eventos: teoria e operacionalização**. Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v. 10, n. 3, jul-set de 2003.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Evidência empírica do impacto da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa.** In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 30. Salvador: 2006.

CARMO, L. U. **Instrumento para fortalecer o retorno dos acionistas.** São Paulo: Revista Bovespa, 2006, Disponível em: <www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/99/Tendencias01.shtml>, acessado em 01/02/2011.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa **no Brasil em perspectiva.** Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), São Paulo, v.37, n.3, p.19-32, jul./ago./set. 2002.

CASELANI, C. N. **A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a volatilidade das ações negociadas no Brasil.**Dissertação de Mestrado. São Paulo: EAESP-FGV, 2005.

COFFEE, J. C., *Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance.* Workingpaper No. 205. Maio/2002.

COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. **Análise empírica da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas.** REGE, Revista de Gestão USP, São Paulo: FEA-USP, v. 13, n. 1, 1 trim. 2006.

DEMSETZ, H; LEHN, K. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences.* *Journal of Political Economy* 93 (6), 1155-1177. Dezembro/1985.

DUBEUX, R. R.. **O Novo Mercado da Bovespa e a Governança Corporativa.**Dissertação de Mestrado. São Paulo: EAESP-FGV, 2001.

DURNEV, A.; KIM, E. H. *To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation.* *Working Paper* - Social Science Research Network. Abril/2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=318719>>.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. de C. **Q de Tobin e Seu Uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais.** Caderno de pesquisas em administração. V. 7, n. 4. São Paulo: outubro/setembro/2000.

FGV-IBRE. Fundação Getúlio Vargas – Instituto Brasileiro de Economia. Disponível em <<http://portalibre.fgv.br>>, acessado em 06/03/2011.

GOMPERS, P; ISHII, J. L.; METRICK, A. *Corporate Governance and Equity Prices.* *Quarterly Journal of Economics* 118(1) p. 107-155. Fevereiro/2003.

IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. São Paulo: 1999.

IBGC. Linha do Tempo – Governança no Mundo. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/LinhaTempo.aspx>>, acessado em 15/02/2011.

KIMURA, H. **Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais.** *Revista de Administração de Empresas*. RAE-eletrônica. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas – Escola de Administração de Empresas, Volume 2, Número 1, jan-jun/2003.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*. The World Bank Development Research Group. World Bank Working Paper 2818. Abril/2002

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *Law and Finance. Journal of Political Economy*. V. 106, p. 1113-1115, 1998.

LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANE, F; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*. Journal of Finance, Fevereiro/2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. *Corporate ownership around the world*. *The journal of finance*. Vol. LIV, No 2. Abril/1999 a.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Investor Protection and Corporate Governance*. Harvard University and University of Chicago First Draft, Junho/1999 b. Disponível em: < <http://en.ccer.edu.cn/download/1428-1.pdf>>, acessado em 20/02/2011.

LAMEIRA, V. J.; NESS JÚNIOR, W. L.; Macedo-Soares, T. D. L. V. A. **Governança Corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras.** RAUSP. Adm., São Paulo, v.42, n.1, p.64-73, jan./fev./mar. 2007.

LANG, M. H.; LINS, K. V. e Miller Da. P. *ADRs, Analysts and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?* Journal of Accounting Research, 2003.

LEAL, R. P. C ; FERREIRA, V. A.C. e SILVA, A. L. C., . **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo.** Rio de Janeiro: e-Papers, 2002.

MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F. **Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado.** In: Congresso de Controladoria e Contabilidade, 6. São Paulo: FEA-USP, 2006.

MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V. e Corrar, L. J. **Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial-(ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo.** XI SEMEAD – Seminários em Administração. São Paulo: FEA-USP, Agosto 2008.

MACKINLAY, A. C. *Event-studies in economics and finance. Journal of Economic Literature*, XXXV, p. 13-39, 1997.

MALACRIDA, M. J. e YAMAMOTO, M.M. **Governança Corporativa: Nível de evidencição das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa.** Revista de Contabilidade e Finanças. Edição Comemorativa. P. 65 – 79. São Paulo: USP, Setembro 2006.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações.** 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MOORE, S.; PORTER, E. *An Examination of the Relationship between Corporate Governance Regime and Corporate Performance.* Preparado para possível apresentação no *Financial Management Association meeting* em Orlando, Florida. 2007

NAKAYASU, G. N. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de Governança Corporativa no Brasil.** Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

NOBILI, C. B. **Governança Corporativa e retornos esperados no mercado acionário brasileiro: Uma extensão do modelo de três fatores de Fama e French.** Dissertação de Mestrado – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro : 2006.

OLIVEIRA, J.; SILVA, C. A. T. A. **Governança Corporativa no Sistema Financeiro Nacional,**2005. Disponível em:<www4.bcb.gov.br/>, acessado 02/02/2011.

OLIVEIRA, M. V. F; PEREIRA, S. E; MENDES, F. **Governança Corporativa e o Valor das Empresas - Uma Relação de Causa e Efeito das Empresas Listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.** Instituto Brasileiro de Relação com Investidores. 2006.

PEDREIRA, E. B.; SANTOS, J. O. **Análise da relação entre o Índice de Governança Corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros.** In: Congresso de Controladoria e Contabilidade, 6. São Paulo: FEA-USP, 2006.

QUENTAL, G. A. J. **Investigação dos Impactos da Adesão de Empresas Brasileiras aos Segmentos Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo.** Dissertação de Mestrado – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro: 2007.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S; SOUSA, A. F. **Comparações Múltiplas das Carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da Performance do Índice de Governança Corporativa.** REGE, Revista de Gestão USP, São Paulo: FEA-USP, v. 12, n. 4, 4 trim. 2005.

SANTOS, J. O; PETROKAS, L. A.; MODRO, W. M.; ALMEIDA, A. C. S. **Análise do Impacto da Crise SubPrime no Retorno das Ações Ordinárias de Empresas do Setor da Construção Civil – Um Estudo de Caso Confrontando o Desempenho de Empresas Brasileiras e Americanas.** XIII SEMEAD, Seminário em Administração. São Paulo: Setembro 2010.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa.** Dissertação de Mestrado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil.** Dissertação de Doutorado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa: Desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo: Saint Paulo, 2005.

SILVEIRA, A. M.; DIAS Jr., A. L. **Impacto da Divulgação de Disputas entre Acionistas Controladores e Minoritários sobre o Preço das Ações no Brasil.** VII encontro Brasileiro de Finanças. IBMEC-SP. São Paulo: julho/2007

SOARES, C. R. P. **O Impacto da Governança Corporativa sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: O caso do Papel e Celulose, 2000 a 2003.** Dissertação de Mestrado – Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2003.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. **Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal.** In: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, xxvi. ANPAD. Salvador: set/2002.

TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M. **Anúncios de prejuízos e reações dos retornos na Bovespa.** In: IX SEMEAD - Seminários em Administração FEA-USP, 2006, São Paulo. Anais do IX SEMEAD, 2006.

VALADARES, S. M e LEAL, R. P. C. **Ownership and control structure of Brazilian companies.** Revista ABANTE Vol. 3, pág 29-56. Abril/2000.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração.** 9. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

7. ANEXO I – COMPOSIÇÃO DO IBOVESPA

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part. (%) (2)
ALLL3	ALL AMER LAT	ON NM	47,76499596	0,939
AMBV4	AMBEV	PN ES	14,11889934	1,069
BBAS3	BRASIL	ON NM	70,82384499	3,105
BBDC4	BRADESCO	PN N1	64,43702614	3,06
BISA3	BROOKFIELD	ON ED NM	56,12006063	0,722
BRAP4	BRADESPAR	PN EDJ N1	14,04852883	0,865
BRFS3	BRF FOODS	ON NM	26,00822915	1,24
BRKM5	BRASKEM	PNA ED N1	18,24753128	0,609
BRTO4	BRASIL TELEC	PN ED	15,55097104	0,343
BTOW3	B2W VAREJO	ON NM	17,21757973	0,562
BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM	206,8096108	3,693
CCRO3	CCR SA	ON ED NM	10,30120355	0,763
CESP6	CESP	PNB N1	12,22206866	0,563
CIEL3	CIELO	ON EB NM	74,13761909	1,359
CMIG4	CEMIG	PN ED N1	22,42215709	1,032
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	5,990554754	0,412
CPL6	COPEL	PNB EDJ N1	9,676086535	0,629
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	16,34840388	0,437
CSAN3	COSAN	ON NM	20,27645725	0,742
CSNA3	SID NACIONAL	ON EDJ	54,80494927	1,921
CYRE3	CYRELA REALT	ON ED NM	77,66153511	1,899
DTEX3	DURATEX	ON EB NM	27,38186986	0,561
ECOD3	ECODIESEL	ON NM	494,4399003	0,621
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	18,62241773	0,645
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	13,81388466	0,598
ELPL4	ELETROPAULO	PN ED N2	12,31432584	0,616
EMBR3	EMBRAER	ON NM	29,90205071	0,559
FIBR3	FIBRIA	ON ED NM	30,57630989	1,142
GFSA3	GAFISA	ON ED NM	116,3062925	1,653
GGBR4	GERDAU	PN N1	107,8009811	3,081
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	23,58446219	0,818
GOLL4	GOL	PN N2	22,50614525	0,742
HYPE3	HYPERMARCAS	ON ED NM	37,68360326	1,195
ITSA4	ITAUSA	PN ES N1	109,8346697	2,015
ITUB4	ITAUNIBANCO	PN ED N1	73,58455814	4,127
JBSS3	JBS	ON NM	125,2492362	1,017
KLBN4	KLABIN S/A	PN N1	55,53823515	0,514
LAME4	LOJAS AMERIC	PN	50,53932285	1,07
LIGT3	LIGHT S/A	ON ED NM	13,56747443	0,544
LLXL3	LLX LOG	ON NM	75,05329126	0,516

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part. (%) (2)
LREN3	LOJAS RENNER	ON NM	13,1224935	1,152
MMXM3	MMX MINER	ON NM	86,02795925	1,316
MRFG3	MARFRIG	ON NM	29,85837827	0,731
MRVE3	MRV	ON NM	72,73915044	1,496
NATU3	NATURA	ON NM	13,47664579	0,903
OGXP3	OGX PETROLEO	ON NM	191,0087118	4,878
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN N1	8,911895621	0,943
PDGR3	PDG REALT	ON ED NM	178,2788678	2,491
PETR3	PETROBRAS	ON ED	68,16977779	2,978
PETR4	PETROBRAS	PN ED	263,5367489	10,201
PRTX3	PORTX	ON NM	68,77984114	0,36
RDCD3	REDECARD	ON ED NM	34,31712011	1,181
RSID3	ROSSI RESID	ON ED NM	50,68708263	1,107
SANB11	SANTANDER BR	UNT N2	38,94264927	1,066
SBSP3	SABESP	ON NM	4,32908803	0,298
TAMM4	TAM S/A	PN N2	13,77622583	0,673
TCSL3	TIM PART S/A	ON	12,99316081	0,169
TCSL4	TIM PART S/A	PN	73,52304619	0,803
TLPP4	TELESP	PN	2,569446136	0,161
TMAR5	TELEMAR N L	PNA ED	1,941303321	0,16
TNLP3	TELEMAR	ON ED	4,638490027	0,238
TNLP4	TELEMAR	PN ED	20,71215247	0,823
TRPL4	TRAN PAULIST	PN EDS N1	2,484977248	0,191
UGPA4	ULTRAPAR	PN N1	11,1594424	0,463
USIM3	USIMINAS	ON N1	13,7415315	0,536
USIM5	USIMINAS	PNA N1	116,3388897	2,841
VALE3	VALE	ON N1	34,90081575	2,733
VALE5	VALE	PNA N1	148,5158332	10,346
VIVO4	VIVO	PN	7,931088156	0,763
Quantidade Teórica Total			3880,700157	100

Fonte: www.bmfbovespa.com.br, acessado em 03/08/2011

8. ANEXO II – TABELA DE COBBDI - RELAÇÃO DOS VALORES PARA CÓDIGOS DE BDI

Código	Descrição
02	LOTE PADRÃO
06	CONCORDATÁRIAS
10	DIREITOS E RECIBOS
12	FUNDOS IMOBILIÁRIOS
14	CERTIFIC. INVESTIMENTO / DEBÊNTURES / TÍTULOS DIVIDA PÚBLICA
18	OBRIGAÇÕES
22	BÔNUS (PRIVADOS)
26	APÓLICES / BÔNUS / TÍTULOS PÚBLICOS
32	EXERCÍCIO DE OPÇÕES DE COMPRA DE ÍNDICE
33	EXERCÍCIO DE OPÇÕES DE VENDA DE ÍNDICE
38	EXERCÍCIO DE OPÇÕES DE COMPRA
42	EXERCÍCIO DE OPÇÕES DE VENDA
46	LEILÃO DE TÍTULOS NÃO COTADOS
48	LEILÃO DE PRIVATIZAÇÃO
50	LEILÃO
51	LEILÃO FINOR
52	LEILÃO FINAM
53	LEILÃO Fiset
54	LEILÃO DE AÇÕES EM MORA
56	VENDAS POR ALVARÁ JUDICIAL
58	OUTROS
60	PERMUTA POR AÇÕES
61	META
62	TERMO
66	DEBÊNTURES COM DATA DE VENCIMENTO ATÉ 3 ANOS
68	DEBÊNTURES COM DATA DE VENCIMENTO MAIOR QUE 3 ANOS
70	FUTURO COM MOVIMENTAÇÃO CONTÍNUA
71	FUTURO COM RETENÇÃO DE GANHO
74	OPÇÕES DE COMPRA DE ÍNDICES
75	OPÇÕES DE VENDA DE ÍNDICES
78	OPÇÕES DE COMPRA
82	OPÇÕES DE VENDA
83	DEBÊNTURES E NOTAS PROMISSÓRIAS
96	FRACIONÁRIO
99	TOTAL GERAL

9. ANEXO III – AÇÕES DO SEGMENTO DE ENERGIA

Qtd.	Empresa	Código	Seg.	Data entrada	Tipo	Observação
1	AES ELPA	AELP				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
2	AES TIETE	GETI				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
3	AFLUENTE	AFLU				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
4	AMPLA ENERG	CBEE				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
5	AMPLA INVEST	AMPI				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
6	CEB	CEBR				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
7	CEEE-D	CEED	N1	23/12/2010		Eliminada da Amostra pela migração recente.
8	CELESC	CLSC	N2	26/06/2002		Amostra.
9	CELGPAR	GPARG				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
10	CELPA	CELP				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
11	CELPE	CEPE				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
12	CEMAT	CMGR				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
13	CEMIG	CMIG	N1	17/10/2001		Amostra.
14	CESP	CESP	N1	28/07/2006		Amostra.
15	COELBA	CEEB				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
16	COELCE	COCE				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
17	COPEL	CPLE	N1	07/05/2008		Amostra.
18	COSERN	CSRN				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
19	CPFL ENERGIA	CPFE	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
20	ELEKTRO	EKTR				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
21	ELETROBRAS	ELET	N1	29/09/2006		Amostra.
22	ELETROPAR	LIPR				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
23	ELETROPAULO	ELPL	N2	13/02/2004		Amostra.
24	EMAE	EMAE				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
25	ENERGIAS BR	ENBR	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de

Qtd.	Empresa	Código	Seg.	Data entrada	Tipo	Observação
						governança.
26	ENERGISA	ENGI				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
27	EQUATORIAL	EQTL	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
28	GER PARANAP	GEPA				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
29	IENERGIA	IENG				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
30	LIGHT S/A	LIGT	NM	28/07/2005		Amostra.
31	MPX ENERGIA	MPXE	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
32	REDE ENERGIA	REDE				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
33	RENOVA	RNEW	N2	13/07/2010		Amostra.
34	TERNA PART	TRNA	N2		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
35	TRACTEBEL	TBLE	NM	16/11/2005		Amostra.
36	TRAN PAULIST	TRPL	N1	18/09/2002		Amostra.

10. ANEXO IV – AÇÕES DO ÍNDICE DO SETOR INDUSTRIAL

Qtd.	Empresa	Código	Segmento	Data entrada	Tipo	Observação
1	AMBEV	AMBV3				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
2	AMBEV	AMBV4				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
3	MINERVA	BEEF3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
4	BROOKFIELD	BISA3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
5	BRF FOODS	BRFS3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
6	BRASKEM	BRKM5	N1	13/02/2003		Amostra
7	CONFAB	CNFB4	N1	19/12/2003		Amostra
8	SOUZA CRUZ	CRUZ3				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
9	COSAN	CSAN3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
10	SID NACIONAL	CSNA3				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
11	CYRELA REALT	CYRE3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
12	DURATEX	DTEX3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
13	EMBRAER	EMBR3	NM	05/06/2006		Amostra
14	EUCATEX	EUCA4	N1	01/07/2010		Amostra
15	EVEN	EVEN3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
16	EZTEC	EZTC3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
17	FERBASA	FESA4	N1	2011		Eliminada da amostra por ter uma migração muito recente.
18	VALEFERT	FFTL4				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
19	FER HERINGER	FHER3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.

Qtd.	Empresa	Código	Segmento	Data entrada	Tipo	Observação
20	FIBRIA	FIBR3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
21	GAFISA	GFSA3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
22	GERDAU	GGBR3	N1	26/06/2001		Amostra
23	GERDAU	GGBR4	N1	26/06/2001		Amostra
24	GERDAU MET	GOAU4	N1	26/06/2003		Amostra
25	CIA HERING	HGTX3	NM	16/05/2007		Amostra
26	HYPERMARCAS	HYPE3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
27	INEPAR	INEP4	N1		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
28	INPAR S/A	INPR3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
29	JBS	JBSS3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
30	KEPLER WEBER	KEPL3				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
31	KLABIN S/A	KLBN4	N1	10/12/2002		Amostra
32	LUPATECH	LUPA3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
33	MAGNESITA SA	MAGG3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
34	MARFRIG	MRFG3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
35	MRV	MRVE3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
36	METAL IGUACU	MTIG4				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
37	IOCHP-MAXION	MYPK3	NM	24/03/2008		Amostra
38	NATURA	NATU3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
39	PDG REALT	PDGR3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.

Qtd.	Empresa	Código	Segmento	Data entrada	Tipo	Observação
40	PLASCAR PART	PLAS3				Eliminada da amostra por não ter nível diferenciado de governança.
41	PARANAPANEMA	PMAM3	N1	03/12/2007		Amostra
42	MARCOPOLO	POMO4	N2	03/09/2002		Amostra
43	POSITIVO INF	POSI3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
44	RANDON PART	RAPT4	N1	26/06/2001		Amostra
45	ROSSI RESID	RSID3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
46	SAO MARTINHO	SMT03	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
47	SUZANO PAPEL	SUZB5	N1	08/05/2003		Amostra
48	TEREOS	TERI3	NM		IPO	Eliminada da amostra por não ter negociação sem nível diferenciado de governança.
49	UNIPAR	UNIP6	N1	24/11/2004		Amostra
50	USIMINAS	USIM3	N1	11/10/2007		Amostra
51	USIMINAS	USIM5	N1	11/10/2007		Amostra
52	WEG	WEGE3	NM	22/06/2007		Amostra

11. ANEXO V – COEFICIENTES DE A E B PARA CÁLCULO DO RETORNO ESPERADO

Ação	α	β	Ação	α	β	Ação	α	β
ABCB4	0,001739	0,407228	DTCY3	-0,00021	0,313152	MPXE3	0,00435	0,334534
AELP3	0,006892	0,091803	DTEX3	0,006074	0,105139	MRFG3	0,003762	0,63542
AGEN11	0,011533	-0,57273	EALT4	-0,00269	-0,05583	MRSL4	0,006357	0,073073
ALPA4	0,00362	0,242959	ECPR4	-0,0049	0,371376	MRVE3	0,004429	1,157934
BAZA3	0,00364	-0,27747	EKTR4	0,015449	-0,61136	MTSA4	0,001806	0,17876
BBAS3	0,000637	0,848042	ELEK4	-0,00474	0,147921	MWET4	0,000203	0,242938
BBDC4	-0,00112	0,91566	ELET3	-0,00063	0,416579	MYPK3	0,003061	0,381302
BBRK3	0,004013	0,172372	ELPL4	0,001734	0,259584	OHLB3	0,00286	0,495263
BDLL4	-0,00156	0,24001	EMAE4	0,003711	0,31446	PDGR3	0,002635	0,961928
BEEF3	0,002227	0,605656	EMBR3	-0,00427	0,944794	PFRM3	0,004201	0,325064
BEES3	0,000627	0,193233	ENBR3	-0,00044	0,304249	PINE4	0,005247	0,474361
BGIP4	0,003107	0,19896	ENGI4	0,003625	0,068761	PLAS3	0,003052	0,434307
BICB4	0,006761	0,394116	EQTL3	0,003795	0,01647	PMAM3	-0,00121	0,4269
BISA3	0,003	0,619353	ETER3	0,001886	0,301947	PNOR5	0,001113	0,501227
BMEB4	0,00145	-0,10415	EVEN3	-0,00018	0,537598	PNVL3	-0,0011	0,52805
BMIN4	0,000349	0,298181	EZTC3	0,003915	0,500989	POMO4	0,000703	0,686112
BPNM4	0,003043	0,620095	FFTL4	-0,00042	0,940887	PRBC4	0,007518	0,277217
BRAP4	-0,00144	1,21491	FHER3	0,005129	0,384365	PSSA3	5,13E-05	0,43729
BRFS3	-3,5E-05	0,516826	FJTA4	0,00239	0,614432	PTBL3	0,001339	-0,0241
BRGE12	0,00204	-0,62964	FRAS4	0,001351	0,124591	PTNT4	-0,00015	-0,00161
BRIV4	0,000924	-0,11731	FTRX4	0,000991	-0,45283	RAPT4	0,001674	0,628159
BRKM5	-0,00013	0,811272	GETI4	0,001533	0,278283	RCSL4	-0,00451	0,170474
BRSR6	0,001043	0,603881	GFSA3	-0,00051	1,265558	RDNI3	0,004986	0,665079
BTOW3	0,001214	0,838225	GGBR4	-0,0012	1,226589	REDE4	-0,00796	0,241316
BTTL4	-0,00763	0,382266	GLOB3	0,003094	0,355483	RHDS3	0,003566	-0,18494
CAFE4	0,004492	0,181703	GOAU4	-0,0015	1,196224	ROMI3	0,000758	0,21372
CAMB4	0,005503	1,694337	GOLL4	-0,00114	0,614745	RPAD6	0,002213	-0,13993
CARD3	0,004257	0,385166	GPCP3	-0,00445	0,277028	RSID3	0,002978	1,213252
CBEE3	0,001817	0,228734	GUAR3	0,002857	0,456959	SAPR4	0,001717	0,12002
CCIM3	-0,00025	0,155349	GRND3	0,002496	0,088431	SBSP3	-0,00199	0,789167
CBMA4	-0,00065	0,755814	HBOR3	0,00532	0,400864	SCLO4	0,003056	-0,52431
CCRO3	0,00087	0,440661	HBTS5	0,01697	-0,20524	SFSA4	0,000122	0,618713
CEBR6	0,008663	0,55359	HGTX3	0,00229	0,544993	SGEN4	0,005238	1,083605
CEEB3	0,001581	0,028917	IDVL4	0,003592	0,392793	TIBR5	0,004102	0,451369
CEPE5	0,004054	-0,1132	IENG3	0,004529	0,356576	TPIS3	0,006881	0,693807
CESP6	0,000273	0,588532	IMBI4	-0,00085	0,111346	TRIS3	0,002124	0,292919
CGRA4	0,001616	0,263938	INEP4	0,002775	0,38312	TRNA11	0,003606	0,310264
CIQU4	0,003678	0,228304	INPR3	0,002373	0,466972	TRPL4	0,000285	0,234108
CLSC6	-0,00194	0,374981	ITSA4	-0,00156	0,962801	TUPY3	0,001925	-0,12135
CMIG4	-0,001	0,352523	JBDU4	0,004531	0,021631	UCOP4	-0,00108	0,00163
CNFB4	0,001469	0,404592	JBSS3	0,000527	0,902321	UGPA4	0,000123	0,48028

Ação	α	β	Ação	α	β	Ação	α	β
COCE5	0,000708	-0,00031	JHSF3	0,000415	0,185228	UNIP6	0,000865	0,297733
CPFE3	-0,00081	0,384133	JFEN3	0,003474	0,121081	USIM5	0,00031	1,057233
CPLE6	-0,00058	0,416263	KEPL3	0,000271	0,099704	VLID3	0,001954	0,246026
CRDE3	0,000887	0,628088	KLBN4	-0,00365	0,913308	WEGE3	-0,00043	0,399213
CRIV4	0,003406	0,141333	LAME4	0,000864	0,794931	WISA4	0,000633	0,292348
CSAN3	-0,00079	1,071765	LEVE3	-0,00189	0,283653	WSON11	0,002219	0,093204
CSMG3	0,001476	0,36496	LIGT3	0,000486	0,24921	SHUL4	-0,00339	0,025472
CSNA3	-0,00051	1,206476	LIXC4	0,000239	0,070638	SGPS3	-2,7E-06	0,174004
CTAX4	0,001412	0,402955	LLIS3	-0,00168	-0,03531	SMT03	0,002542	0,886463
CTKA4	-0,00438	0,051145	LLXL3	0,00582	0,704072	STBP11	0,003924	0,150112
CTNM4	0,000704	0,296985	LOGN3	0,002832	0,471369	SULA11	0,004591	0,320289
CTPC3	0,025819	-1,66779	LPSB3	0,002792	0,389681	SULT4	0,002908	0,10025
CTSA3	0,00526	0,002186	LREN3	-0,00029	0,940732	SUZB5	-0,00061	0,80313
CYRE3	-0,00272	0,994304	LUPA3	-0,00122	0,612525	TAMM4	-0,00172	0,71038
CZLT11	-0,00321	1,03293	MDIA3	0,002089	0,310441	TBLE3	-0,00044	0,179651
CZRS4	0,000632	0,13392	MGEL4	0,000161	0,389353	TCNO3	-0,00924	0,171586
DAYC4	0,000264	0,707791	MILK11	0,000952	0,255675	TCSA3	0,001705	0,73048
DOHL4	-0,01489	-0,21824	MNDL4	0,000735	-0,04529	TEKA4	-0,00152	0,707589
DROG3	0,004013	0,428613	MNPR3	-0,00155	0,034033	TGMA3	0,003063	0,197478

12. ANEXO VI – RETORNOS ANORMAIS CALCULADOS

Ação	Retorno Anormal Acumulado	Governança	Ação	Retorno Anormal Acumulado	Governança	Ação	Retorno Anormal Acumulado	Governança
ABCB4	-0,0885765	Sim	DTCY3	0,5266183	Não	MPXE3	-1,0523161	Sim
AELP3	-1,7865731	Não	DTEX3	-1,5054287	Sim	MRF3	-1,5135658	Sim
AGEN11	-0,2772879	Não	EALT4	0,9248620	Não	MRS4	-1,7906067	Não
ALPA4	-0,3499119	Sim	ECPR4	1,1065563	Não	MRVE3	-1,4318661	Sim
BAZA3	-1,3772114	Não	EKTR4	-1,4183835	Não	MTSA4	-0,1296497	Não
BBAS3	-0,0838479	Sim	ELEK4	0,9321694	Não	MWET4	-0,2259992	Não
BBDC4	0,4695307	Sim	ELET3	0,1971731	Sim	MYPK3	-0,0301683	Sim
BBRK3	-0,3220547	Sim	ELPL4	-0,7973220	Sim	OHLB3	-0,1921225	Sim
BDLL4	0,3826822	Não	EMAE4	-1,8218119	Não	PDGR3	-0,6076523	Sim
BEEF3	-0,2132299	Sim	EMBR3	1,6904470	Sim	PFRM3	-1,2466211	Sim
BEES3	-0,3757584	Não	ENBR3	0,4361187	Sim	PINE4	-1,4769252	Sim
BGIP4	-0,1870098	Não	ENGI4	-1,3175733	Não	PLAS3	-0,7437024	Não
BICB4	-2,0252518	Sim	EQTL3	-1,2035823	Sim	PMAM3	0,8282624	Sim
BISA3	-0,5863954	Sim	ETER3	-0,2670615	Sim	PNOR5	-0,5944517	Não
BMEB4	-0,1823971	Não	EVEN3	0,8546086	Sim	PNVL3	1,2230936	Não
BMIN4	-0,1092104	Não	EZTC3	-0,4727343	Sim	POMO4	0,6880188	Sim
BPNM4	-1,4357952	Sim	FFTL4	0,1283474	Não	PRBC4	-2,2110422	Sim
BRAP4	0,7148547	Sim	FHER3	-1,8726547	Sim	PSSA3	0,4682028	Sim
BRFS3	0,2432067	Sim	FJTA4	-1,1552467	Não	PTBL3	0,0951107	Sim
BRGE12	-0,2485613	Não	FRAS4	0,2148353	Sim	PTNT4	-0,1756056	Não
BRIV4	-0,2416182	Não	FTRX4	0,5540654	Não	RAPT4	-0,1364058	Sim
BRKM5	0,8609232	Sim	GETI4	-0,4867993	Não	RCSL4	1,4396030	Não
BRSR6	0,2438249	Sim	GFSA3	0,2131138	Sim	RDNI3	-2,1219177	Sim
BTOW3	-0,8542440	Sim	GGBR4	0,1975685	Sim	REDE4	2,9483129	Não
BTTL4	3,4974890	Não	GLOB3	-0,1507551	Não	RHDS3	-0,9132075	Não
CAFE4	-1,3388481	Não	GOAU4	0,2557531	Sim	ROMI3	0,1594294	Sim
CAMB4	-0,7576649	Não	GOLL4	1,0840530	Sim	RPAD6	-0,2477599	Não
CARD3	-1,3191069	Sim	GPCP3	1,7884228	Não	RSID3	-0,8631920	Sim
CBEE3	-0,2222044	Não	GRND3	-0,5134587	Sim	SAPR4	-0,2701758	Não
CBMA4	0,8010994	Não	GUAR3	-0,1364021	Não	SBSP3	0,8993020	Sim
CCIM3	0,7760179	Sim	HBOR3	-0,8601483	Sim	SCLO4	0,4913929	Não
CCRO3	-0,0487095	Sim	HBTS5	-4,0129653	Não	SFSA4	-0,1527112	Sim
CEBR6	-1,8247542	Não	HGTX3	0,8858636	Sim	SGEN4	-1,4094705	Não
CEEB3	-0,2101564	Não	IDVL4	-1,3087579	Sim	SGPS3	0,2666913	Sim
CEPE5	-0,2729773	Não	IENG3	-1,5432976	Não	SHUL4	2,2751946	Não
CESP6	0,0517934	Sim	IMBI4	0,8845325	Não	SMTO3	-0,7242841	Sim
CGRA4	0,0603347	Não	INEP4	-0,6397372	Não	STBP11	-0,7225751	Sim
CIQU4	-0,3287832	Não	INPR3	-0,7328323	Sim	SULA11	-1,0997908	Sim
CLSC6	0,8431358	Sim	ITSA4	0,7210260	Sim	SULT4	-1,2335347	Não
CMIG4	0,4262074	Sim	JBDU4	-1,6917348	Não	SUZB5	0,1964374	Sim

Ação	Retorno Anormal Acumulado	Governança	Ação	Retorno Anormal Acumulado	Governança	Ação	Retorno Anormal Acumulado	Governança
CNFB4	-0,3857953	Sim	JBSS3	-0,4333001	Sim	TAMM4	1,0978925	Sim
COCE5	-0,1087897	Não	JFEN3	-0,2433027	Não	TBLE3	0,4898258	Sim
CPFE3	0,4510928	Sim	JHSF3	0,4359846	Sim	TCNO3	3,9997374	Não
CPLE6	0,5162775	Sim	KEPL3	0,6534258	Não	TCSA3	-0,1561502	Sim
CRDE3	-0,0155302	Sim	KLBN4	1,7692928	Sim	TEKA4	1,6404421	Não
CRIV4	-1,1558977	Não	LAME4	-0,0363688	Não	TGMA3	0,0262068	Sim
CSAN3	0,6395642	Sim	LEVE3	1,5572261	Não	TIBR5	-0,9716982	Não
CSMG3	-0,5367758	Sim	LIGT3	-0,3097292	Sim	TPIS3	-1,5559542	Sim
CSNA3	0,0460552	Não	LIXC4	-0,1544861	Não	TRIS3	-0,1813950	Sim
CTAX4	0,2267242	Não	LLIS3	2,3378813	Sim	TRNA11	-1,4267697	Sim
CTKA4	1,3914206	Não	LLXL3	-1,6097839	Sim	TRPL4	-0,0367896	Sim
CTNM4	-0,2363857	Não	LOGN3	-0,9847235	Sim	TUPY3	0,0358777	Não
CTPC3	-8,7782918	Não	LPSB3	0,1484952	Sim	UCOP4	-0,0068799	Não
CTSA3	-1,6624236	Não	LREN3	0,7988426	Sim	UGPA4	0,3429390	Sim
CYRE3	1,1144520	Sim	LUPA3	0,0309424	Sim	UNIP6	-0,7647643	Sim
CZLT11	1,7418643	Não	MDIA3	-0,5380969	Sim	USIM5	-0,4958063	Sim
CZRS4	0,7229820	Sim	MGEL4	0,3984314	Sim	VLID3	-0,4934884	Sim
DAYC4	0,3153453	Sim	MILK11	-0,2036818	Não	WEGE3	0,5027860	Sim
DOHL4	2,9123355	Não	MNDL4	0,0954721	Não	WISA4	-0,1620802	Não
DROG3	-0,8443116	Sim	MNPR3	0,3615138	Não	WSON11	-0,1051346	Não

13. ANEXO VII – RESULTADOS DO TESTE 1

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		V2
N		180
Normal Parameters(a,b)	Mean	-0,15078398616300
	Std. Deviation	1,254968387119931
Most Extreme Differences	Absolute	0,089
	Positive	0,089
	Negative	-0,088
Kolmogorov-Smirnov Z		1,188
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,119

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
V2 Equal variances assumed	3,680	0,057	0,121	178	0,904	0,022821	0,188765	-0,349684	0,395327
Equal variances not assumed			0,114	116,156	0,910	0,022821	0,200484	-0,374257	0,419900

14. ANEXO VIII – RESULTADOS DO TESTE 2

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		V2
N		100
Normal Parameters(a,b)	Mean	-0,16092680999318
	Std. Deviation	0,882258784382991
Most Extreme Differences	Absolute	0,057
	Positive	0,055
	Negative	-0,057
Kolmogorov-Smirnov Z		0,573
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,898

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Test of Homogeneity of Variances

V2

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
,179	2	97	0,836

ANOVA

V2

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	,915	2	0,457	0,582	0,560
Within Groups	76,145	97	0,785		
Total	77,060	99			

15. ANEXO IX – RESULTADOS DO TESTE 3 – ENERGIA

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		V2
N		12
Normal Parameters(a,b)	Mean	0,0410
	Std. Deviation	0,12068
Most Extreme Differences	Absolute	0,249
	Positive	0,121
	Negative	-0,249
Kolmogorov-Smirnov Z		0,861
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,449

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
V2 Equal variances assumed	,285	,605	-1,057	10	0,315	-0,07328	0,06930	-0,22770	0,08114
Equal variances not assumed			-1,057	8,698	0,319	-0,07328	0,06930	-0,23089	0,08433

16. ANEXO X – RESULTADOS DO TESTE 3 – INDÚSTRIA

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		V2
N		30
Normal Parameters(a,b)	Mean	0,0591
	Std. Deviation	0,30301
Most Extreme Differences	Absolute	0,102
	Positive	0,102
	Negative	-0,088
Kolmogorov-Smirnov Z		0,557
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,916

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
V2	Equal variances assumed	0,228	0,637	-0,281	28	0,781	-0,03154	0,11244	-0,26187	0,19879
	Equal variances not assumed			-0,281	27,550	0,781	-0,03154	0,11244	-0,26204	0,19895