



A ADESÃO OU MIGRAÇÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A VALORIZAÇÃO ACIONÁRIA

ADHESION OR MIGRATION TO DIFFERENTIATED LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE AND SHAREHOLDING EVALUATION

LA ADHESIÓN O MIGRACIÓN A LOS NIVELES DIFERENCIADOS DE GOBERNANZA CORPORATIVA Y LA VALORACIÓN ACCIONARIA

Ricardo Adriano Antonelli

Mestre em Contabilidade (UFPR)
 Professor da Universidade Tecnológica Federal do Paraná (UTFPR)
 Endereço: Via do Conhecimento, Km 01 – Centro
 85.503-390 Pato Branco/PR, Brasil
 Email: ricardoantonelli@yahoo.com.br

Marcelo Chaves Jesus

Mestre em Contabilidade (UFPR)
 Professor da Universidade Estadual de Mato Grosso do Sul (UEMS)
 Endereço: BR 463, Km 4,5 – Res. Julia Cardinal
 79.900-000 Ponta Porã/MS, Brasil
 Email: chavesdejesus@hotmail.com

Ademir Clemente

Pós-Doutor pela *University of London*
 Doutor em Engenharia de Transportes (UFRJ)
 Professor Adjunto da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
 Endereço: Depto de Contabilidade - Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico
 80.210-170 Curitiba/PR, Brasil
 Email: ademir@ufpr.br

Ana Paula Mussi Szabo Cherobim

Doutora em Administração (USP)
 Professora Associada da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
 Endereço: Setor de Ciências Sociais Aplicadas - Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico
 80.210-170 Curitiba/PR, Brasil
 Email: anapaulamussi@ufpr.br

Luciano Marcio Scherer

Doutor em Controladoria e Contabilidade (USP)
 Professor Adjunto da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
 Endereço: Depto de Contabilidade - Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico
 80.210-170 Curitiba/PR, Brasil
 Email: lmscherer@ufpr.br

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo determinar a janela de evento que melhor explica a relação entre a adesão ou migração aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBovespa e a valorização das ações das empresas. Para tanto, optou-se por utilizar o método de estudos de eventos, com a adoção do Modelo Estatístico de Mercado para averiguar o tamanho ótimo da janela de evento para a relação entre a adesão ou migração aos NDGC e a valorização das ações. Janelas de tamanhos diferentes foram estabelecidas no intervalo de 70 pregões em torno do evento. Em 49,3% dos casos, verificou-se pelo menos uma janela em que o efeito do evento foi significativo. Os resultados se alinham aos estudos anteriores ao indicarem retornos anormais, mas não são suficientes para determinar a janela que efetivamente representa a relação entre a adesão ou migração aos NDGC e a valorização das ações.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Estudos de Eventos. Modelo Estatístico de Mercado.

ABSTRACT

This study aims to determine the window of event which best explains the relationship between the adherence or migration to the Differentiated Levels of Corporate Governance (DLCG) of the BM&FBovespa and the valuation of company stocks. For that, the event study method was adopted, with the adoption of and the Statistical Model of Market was chosen adopted to determine the optimal size of the event window for the relationship between the adherence or migration to the DLSG and to stock valuation. Windows of different sizes were set within the range of 70 trading sessions around the event. In 49.3% of the cases, there was at least one window in which the effect of the event was significant. The results line up to previous studies by indicating abnormal returns, though they are not enough to determine the window which effectively represents the relationship between the adherence or migration to DLCOG and the stock valuation.

Keywords: Corporate Governance. Event Studies. Statistical Model of Market.

RESUMEN

Este trabajo tiene por objetivo determinar la ventana de evento que mejor explica la relación entre la adhesión o migración a los Niveles Diferenciados de Gobernanza Corporativa (NDGC) de la BM&FBovespa y la valoración de las acciones de las empresas. Por lo que, se ha optado por utilizar el método de estudios de eventos, con la adopción del Modelo Estadístico de Mercado para averiguar el tamaño óptimo de la ventana del eventos para la relación entre la adhesión o migración a los NDGC y la valoración de las acciones. Ventanas de distintos tamaños fueron establecidas en el intervalo de 70 sesiones de negociación en torno del evento. En 49,3% de los casos, se ha verificado por lo menos una ventana en que el efecto del evento fue significativo. Los resultados se han equiparado a investigaciones anteriores al indicaren retornos anormales, pero no son suficientes para determinar la ventana que efectivamente representa la relación entre adhesión o migración a los NDGC y la valoración de las acciones.

Palabras clave: Gobernanza Corporativa. Estudios de Eventos. Modelos de Mercado.

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa surgiu como forma de diminuir a assimetria de informações no ambiente empresarial marcado pela separação entre propriedade e gestão. Em tais relações os conflitos de interesses acabam por gerar elevados custos de transação, além de demandarem outras formas de controle para conformar o comportamento dos agentes (gestores) com os objetivos estabelecidos pelos principais (proprietários). Por isso, a Governança Corporativa ocupa atualmente papel importante no mercado de capitais. De acordo com Silveira (2002, p. 2):

O tema vem ganhando cada vez mais destaque no âmbito acadêmico e corporativo, principalmente a partir do final dos anos oitenta, com o aumento da participação ativa dos investidores institucionais e pequenos investidores individuais nos mercados bursáteis e sua exigência crescente pela garantia de que os gestores da empresa agirão sempre de acordo com o seu interesse.

É importante destacar o termo “garantia”, indicando que a governança corporativa tem como um de seus objetivos proporcionar maior segurança para os investidores, incentivando-os a investir em organizações que tenham boas práticas de governança. Silveira (2002) afirma que as empresas com estrutura de governança mais adequada às práticas recomendadas pelo mercado conseguem obter melhores resultados e também são avaliadas positivamente com reflexo no preço de suas ações em relação àquelas com estrutura de governança não tão adequada.

São exemplos de iniciativas voltadas para a valorização e aumento da segurança para os investidores:

- Em 1999 a *Organization for Economic Co-operation and Development* (OCDE) abre caminho para a consolidação dos *Principles of Corporate Governance*, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança.
- Em 2002 o Congresso Estadunidense aprova a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas, como Enron, Worldcom e Tyco, entre outras.
- No mesmo ano a *Securities and Exchange Commission* (SEC) edita normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para registro de empresas (IBGC, 2010).

No Brasil, destaca-se a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), em Dezembro de 2000, pela BM&FBOvespa, classificando as empresas em Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), de acordo com regras pré-estabelecidas. Estes níveis diferenciados foram criados com objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A premissa básica para a criação dos NDGC é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas repercute em maior credibilidade no mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores para adquirirem as ações, pagarem um preço maior, reduzindo o custo de captação (BM&FBOVESPA, 2012).

Na mesma linha, Peixe (2003, p. 42) cita a vantagem das companhias aderirem ao Novo Mercado como sendo a obtenção de “melhor precificação de suas ações, conseguindo com isso menores custos de captação”. Essa afirmação é respaldada, segundo o mesmo autor,

no “pressuposto de que os investidores se dispõem a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência.” Continua, citando como vantagem para os investidores a obtenção de “maior segurança e a oportunidade de comprar o que a BM&FBovespa denomina ‘produto ação diferenciado’, pois são negociadas apenas ações com direito a voto (ordinárias), que permitem ao investidor participar e acompanhar de perto a evolução da companhia.”

Batistella *et al.* (2004, p. 13) concluíram que “o ingresso das empresas no novo mercado não contribui significativamente para a elevação do preço das ações das mesmas” e sugeriram que se realizassem pesquisas “envolvendo horizontes maiores”. Apesar de referirem-se ao novo mercado, os autores na verdade estudaram a adesão a todos os níveis de governança definindo uma janela de estimação fixa composta por 50 pregões. Para evitar efeitos advindos do evento, foram desconsiderados os 10 pregões anteriores à divulgação dos Boletins Diários de Informações (BDIs).

Da mesma forma, Camargos e Barbosa (2006, p. 8) ponderam que a adesão aos NDGC não resulta em maior valorização acionária (criação de riqueza) e aumento da liquidez acionária esperada, apesar de admitirem que a metodologia adotada no estudo possibilite resultados viesados devido ao tamanho da janela e ao fato de o modelo estatístico poder “causar discrepâncias na variação da ação em relação ao comportamento do mercado”. Nesse estudo foram utilizadas janelas de vários tamanhos desde 540 pregões antes e depois da data da adesão até um pregão antes e um depois. Apenas a janela compreendendo 252 pregões antes e depois do evento se mostrou significativa para os casos de adesão ao N2. Entretanto, contrapondo os resultados dos estudos citados, a diminuição do risco foi comprovada por Antonelli *et al.* (2011) que constataram redução na volatilidade medida pelo coeficiente β das ações negociadas por 57 empresas.

Como se pode comprovar pelos exemplos citados, a indefinição quanto aos efeitos da adesão aos NDGC persiste por não ter sido identificada uma metodologia capaz de possibilitar tal verificação com grau satisfatório de precisão. Este trabalho pretende contribuir para o debate do tema abordando-o por meio da metodologia de estudos de eventos com parâmetros diferentes dos adotados em outros estudos. Diante da divergência entre as proposições descritas anteriormente este artigo se propõe a responder à seguinte questão: *qual período representa a janela de evento onde são mais fortemente percebidos os efeitos da adesão ou migração aos NDGC sobre a valorização acionária das empresas?*

Espera-se que os resultados contribuam para o fortalecimento do mercado acionário brasileiro por meio da constatação do período em que os efeitos da adesão ou da migração aos NDGC sobre o valor dos ativos negociados são mais evidentes, já que a valorização acionária pode ser entendida como sinalização favorável às práticas de governança como forma de diminuir os riscos dos investimentos. Durante conferência internacional promovida pela Fundação Dom Cabral, em São Paulo o CEO da *New York Stock Exchange Euronext* (Nyse-Euronext), Duncan Niederauer ressaltou a necessidade de que, tendo em vista a participação crescente dos países considerados “emergentes” no mercado mundial nos próximos anos, estes desenvolvam seus mercados para diminuir o risco de novas crises financeiras que, segundo ele, devem acontecer a cada três anos. (FAGUNDES, 2011).

Ao se identificar os efeitos da adesão ou migração aos níveis de governança é possível compreender a relevância desta informação para o mercado e realizar previsões sobre o

comportamento dos preços dos títulos de empresas que adotam tais práticas. Entende-se que os critérios utilizados para seleção das janelas de evento podem favorecer a compreensão dos efeitos do evento estudado sobre o valor dos títulos o que contribui para a definição de uma metodologia eficaz de estimação.

Esse artigo está estruturado em cinco seções, incluindo essa introdução. Na sequência é abordado o marco teórico sobre a governança corporativa, os níveis de governança e os estudos de eventos e em seguida os procedimentos metodológicos. Nas seções quatro e cinco, respectivamente, são discutidas a análise dos resultados e as conclusões e recomendações para futuras pesquisas.

2 MARCO TEÓRICO-EMPÍRICO

2.1 Governança Corporativa

O crescimento das organizações e o desenvolvimento do mercado de capitais são vistos como fatores que provocaram a separação entre propriedade e gestão uma vez que o capital não se concentra nas mãos de um único proprietário, mas é pulverizado, ou seja, dividido entre vários investidores minoritários que acabam por deter grande parte das ações. Neste modelo, tem-se de um lado os investidores do capital (acionistas) com seus interesses e, de outro, os gestores, nomeados com a responsabilidade de gerir a organização, também com seus interesses, nem sempre coincidentes com os dos acionistas.

Este fato desencadeia dois problemas comuns às organizações da atualidade, o conflito de agência e a assimetria informacional. Ross (1973) define o problema de agência como a situação que tendo tanto o agente quanto o principal funções de utilidade independentes, ambos atuam no sentido de maximizar a sua utilidade esperada. Importante ressaltar que o conflito de agência não ocorre somente entre acionistas e gestores. “Em um contexto de equilíbrio geral o estudo dos fluxos de informação ou dos intermediários financeiros em modelos monetários é também um exemplo de teoria da agência” (ROSS, 1973, p. 134).

Além do conflito de interesses nas organizações, o segundo problema também se destaca: a assimetria informacional. Segundo Ross (1973), sendo visto apenas como uma divergência no nível de informação entre agente e principal (um mais, outro menos), o problema é simplificado consideravelmente. Porém a dificuldade consiste em se encontrar o ponto ótimo entre o custo de geração/obtenção da informação e o respectivo benefício percebido. (ROSS, 1973, JENSEN; MECKLING, 1976). É importante destacar que a assimetria informacional potencializa os conflitos de agência, com os gestores à frente das organizações no dia a dia e os acionistas distantes, aguardando o maior retorno possível do seu investimento. Torna-se evidente que gestores possuem mais informações a respeito companhias que os acionistas, criando a chamada assimetria informacional, ponto de partida para a geração de conflitos entre estes agentes.

Lopes (2004, p. 171) ressalta: “os trabalhos mais recentes reconhecem que os mecanismos de governança corporativa surgem como instrumentos para corrigir falhas existentes no mercado.” Tais falhas surgem devido à existência dos dois problemas abordados nesta seção. Portanto, o reconhecimento destes problemas é fundamental para mais bem

compreender a governança corporativa. Com a caracterização de agentes com interesses divergentes e com informações assimétricas surge um questionamento: qual o papel da contabilidade neste contexto?

O papel da contabilidade no contexto exposto pode ser entendido a partir da teoria contratual da firma. De acordo com Lopes (2004, p. 173-174) “a empresa é vista como um conjunto de contratos entre diversos participantes”, em que qualquer relação estabelecida entre a “firma e agentes é feita por intermédio de um ou outro tipo de contrato”. O mesmo autor afirma ainda que é “fundamental que os contratos sejam exercidos da forma mais harmônica possível” com equilíbrio para o adequado funcionamento da firma. Em síntese uma empresa é um nexo de contratos que possuem algum tipo de governança (gestão) cuja forma varia desde mercados até a integração vertical (COASE, 1937; WILLIAMSON, 1985). Naturalmente, os interesses envolvidos são diferentes e podem até ser antagônicos, por isso a necessidade de registro legal dos contratos celebrados e de arcabouço jurídico para sua completude. Para Lopes e Martins (2005, p. 35) “cada grupo de interessados na empresa possui uma classe distinta de aspirações, [...] esses grupos demandarão contratos distintos e com características diversas [...] e a contabilidade precisa adaptar-se a cada uma dessas categorias para que possa fornecer informações realmente úteis”.

Portanto, o papel da contabilidade na teoria contratual da firma é destacado. Como pondera Lopes (2004, p. 180) “o estudo de governança corporativa parte exatamente dos problemas de agência supracitados”, comprovando assim a importância da contabilidade para com a governança corporativa. Bushman e Smith (2001, p. 238) corroboram, afirmando: “*We define the governance role of financial accounting information as the use of externally reported financial accounting data in control mechanisms that promote the efficient governance of corporations.*”

Dentre as inúmeras definições, cita-se Carvalho (2002, p. 19), para quem a governança corporativa “é o conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle atue de fato em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo”. Ainda segundo o referido autor, “governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.” Os mecanismos utilizados são descritos por Silveira (2002, p. 1-2) como “ferramentas [de] que a governança corporativa se apropria a fim de possibilitar o alinhamento dos interesses entre os interessados pela organização”. Os principais mecanismos são elencados no Quadro 1.

Mecanismos Internos	Mecanismos Externos
Atuação do conselho de administração	Obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia
Remuneração dos gestores	A presença de um mercado de aquisição hostil
Posse de ações por parte dos executivos	Existência de um mercado de trabalho competitivo

Quadro 1 - Mecanismos internos e externos de Governança Corporativa

Fonte: Adaptado de Silveira (2002, p. 2)

Na definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) os mecanismos citados anteriormente incorporam a definição e função da governança corporativa como sendo “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.” No conceito atual de Governança Corporativa definido pelo

IBGC afirma-se que “as boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.”

Com a intensificação das relações econômicas entre o Brasil e outros países a partir da década de 1990 e o expressivo crescimento dos investimentos estrangeiros, sentiu-se necessidade de modernizar o mercado de capitais brasileiro de forma a atender às exigências dos investidores. Uma maneira de atender a tais exigências e garantir segurança a estes investidores foi por meio da governança corporativa.

2.2 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Apenas no final dos anos 90 o mercado de capitais brasileiro despertou para a importância da governança corporativa, através de iniciativas de empresas, órgãos reguladores, governo e investidores. Disso resultaram ações concretas, as quais Silva (2007) enumera como: (i) criação do “Novo Mercado” pela BM&FBovespa; (ii) a nova lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/01); (iii) a regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN nº 2.829/01); (iv) a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de capitais; (v) o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC; e (vi) as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Como uma das medidas citadas por Silva (2007), cabe salientar a criação do Novo Mercado pela BM&FBovespa, realizada em Dezembro de 2000 como sendo a primeira importante medida do setor privado em busca de mudanças no mercado de capitais. Neste evento, a BM&FBovespa lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa.

Os NDGC foram inspirados no *Neuer Markt* alemão. De acordo com Carvalho (2002, p. 27) “a criação do *Neuer Markt* não necessitou de reforma da legislação e, portanto, não afetou a situação das empresas já abertas que continuam listadas nos mercados tradicionais com regras de governança empresarial fracas”. O autor argumenta que esta estratégia foi adotada para evitar “oposição política dos grupos controladores”. A principal vantagem para as empresas que aderem ao novo mercado alemão é a valorização de suas ações consideravelmente acima das demais. “Assim, as empresas direcionam-se ao *Neuer Markt* e, conseqüentemente, aceitam regras mais restritivas, não porque são obrigadas por lei, mas porque acham vantajoso.”

De acordo com a BM&FBovespa, os NDGC “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”. A BM&FBovespa afirma que a adoção das práticas de governança corporativa por meio da adesão aos NDGC é salutar para as companhias, à medida que “ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua *performance*.” Neste particular, Carvalho (2002, p. 27-28, grifo do autor) resume que os NDGC funcionam “como um **selo de qualidade**, cujo valor reside nas

obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a BM&FBovespa administra seus contratos.”

O citado autor argumenta que as exigências estabelecidas pelo nível de governança denominado Novo Mercado eram bastante restritivas e que poucas empresas teriam condições de satisfazê-las. Para isso dois novos níveis de governança corporativa foram criados, denominados Nível 1 e Nível 2. O Quadro 2 apresenta as diferenciações dos três NDGC e o nível tradicional.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Quadro 2 - Comparativo dos segmentos de listagem

Fonte: Adaptado de BM&FBovespa (2012)

Cabe destacar o estudo de Procianoy e Verdi (2009), que pesquisaram os determinantes e as consequências da adesão das empresas brasileiras aos NDGC. No que diz respeito aos determinantes, afirmam que as empresas que aderem se caracterizam por maior tamanho, maior lucratividade, maior dispersão acionária e emitirem ADR. Em relação às consequências da adesão, verificaram que as empresas que aderiram aos NDGC apresentam maior liquidez que as empresas transacionadas no mercado tradicional.

Outro estudo relacionado à adesão de práticas de governança corporativa é o de Silva *et al.* (2011), que teve como objetivo investigar se existem diferenças entre as empresas que aderiram às práticas de governança corporativa antes e após a efetiva adesão aos níveis diferenciados. Os autores concluíram que as empresas, ao aceitarem os regulamentos de acesso previsto pelos NDGC, passaram a ser percebidas pelo mercado como empresas com maior transparência, e os investidores, passando a valorizá-las, tornam-se mais dispostos a investir seu capital e pagar um valor maior pelas ações.

2.3 Estudos contemporâneos

O conceito de governança corporativa existe há mais de 50 anos, porém os estudos sobre o tema foram intensificados a partir dos anos 80, principalmente nos Estados Unidos, na Europa e no Japão. No Brasil a governança corporativa ganhou destaque de forma tardia, a partir dos anos 90.

No âmbito internacional, muitos estudos buscam responder se a adoção de melhores práticas de governança corporativa reflete-se em melhor valorização da empresa. Exemplo disso são os estudos de La Porta *et al.* (2000) e La Porta (2002) que avaliam se existe melhor valorização das companhias em relação à proteção do investidor e da propriedade do acionista. No segundo estudo os autores, com uma amostra de 539 grandes empresas distribuídas em 27 economias desenvolvidas, encontraram evidências de maior valorização das empresas em países que oferecem melhor proteção aos acionistas minoritários.

Na Alemanha, Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003, p. 32) buscaram avaliar se a governança corporativa ajuda a explicar retornos esperados nas empresas e identificaram uma forte relação entre o *rating* de governança corporativa (*Corporate Governance Rating - CGR*) e o valor da empresa por meio da utilização de regressões. Black, Jang e Kim (2003) chegaram a conclusões similares na Coreia. Na mesma linha, o estudo realizado na Suíça por Beiner *et al.* (2004) identificou que melhores práticas de governança corporativa refletem em maior valorização das organizações. Similarmente Black, Love e Rachinsky (2006) em seu estudo com empresas na Rússia, entre o período de 1999 a 2004, observaram evidências de uma forte correlação estatística entre governança e o valor de mercado das companhias.

Na América Latina, especificamente no Chile, Lefort e Walker (2005) analisaram companhias chilenas por meio de regressões das medidas de desempenho das empresas e políticas de pagamento sobre os indicadores de governança corporativa ao nível da empresa, constatando que as empresas que apresentam conflitos de agência evidentes tendem a ser negociadas no mercado com deságio. A conclusão dos autores vem de encontro a um dos objetivos da governança corporativa que é a redução dos conflitos de agência nas organizações. Portanto, é possível inferir que empresas com melhores práticas de governança corporativa tendem a apresentar menos problemas de agência, e por consequência maior valorização no mercado.

No Brasil, Carvalho (2000) não estuda diretamente a relação da valorização da empresa através do nível de governança corporativa, porém delinea a evolução do mercado de capitais brasileiro na década de 90, e conclui que a qualidade da proteção legal ao investidor é uma barreira para o crescimento do mercado. Posteriormente, Carvalho (2003, p. 1) pesquisa os efeitos de migração/adesão aos NDGC e concluiu que “a migração tem impacto sobre a valoração das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e reduz a exposição a fatores macroeconômicos.”

No mesmo ano, Nishi (2003) estudou as alterações do comportamento das ações de empresas listadas na BM&FBovespa, em torno de suas respectivas datas de adesão aos NDGC entre o período 2001 a 2003 e concluiu que “a carteira formada por ações de empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa diferenciada da BM&FBovespa apresentaram retornos anormais positivos em torno da data de migração, para dados diários acumulados, bem como redução em seu risco.”

Posteriormente, Leal e Silva (2004) concluíram que empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam maior valor de mercado, estudando para isso a relação entre o índice de governança corporativa e o valor de desempenho de cada empresa durante a janela temporal de 1998 a 2002. Segundo Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) empresas que adotam práticas de GC oferecem retornos aos acionistas diferenciados das que não adotam, sendo possível inferir que as ações dessas empresas proporcionam maior retorno. Na mesma linha, Nakayasu (2006) avaliam se os preços das ações das companhias brasileiras possuem relação com a decisão de adotar um dos NDGC da Bovespa. O autor conclui que as práticas diferenciadas de governança corporativa – por intermédio de regras de listagem a um dos níveis da Bovespa, em contexto de eficiência informacional de mercado na forma semiforte – geram retornos anormais.

Souza e Marcon (2007) buscaram investigar a relação entre o desempenho econômico e de mercado das companhias brasileiras com capital aberto antes e depois da adesão a NDGC da BM&FBovespa, através da análise do retorno sobre o patrimônio líquido (*Return on equity* – *ROE*), retorno sobre ativos (*Return on Assets* – *ROA*) e indicador preço/valor patrimonial (P/VPA) durante os anos de 1999 a 2004. Sua conclusão foi que as empresas listadas nos NDGC da BM&FBovespa demonstram crescimento nos indicadores estudados, evidenciando a vantagem da adesão às práticas de governança corporativa.

Contrapondo os resultados até aqui descritos, Batistella *et al.* (2004, p. 13) com a utilização da metodologia de Estudo de Eventos concluíram que o ingresso em “segmentos de Novo Mercado da BM&FBovespa não proporcionou um retorno extraordinário no período”. Na mesma linha Camargos e Barbosa (2006, p. 8), ponderam que a adesão aos NDGC não resulta em valorização acionária (criação de riqueza) e aumento da liquidez esperados. Costa e Camargos (2006, p. 1), também por meio do estudo de eventos, concluem que a adesão das empresas aos NDGC “não proporcionou, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas, ou seja, não resultou na criação de riqueza para estes últimos”.

Recentemente, Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012), analisaram o risco das empresas utilizando como *proxy* os *betas* (β) e o desvio padrão dos retornos diários, e concluíram que as médias dos retornos das ações empresariais não apresentaram diferenças significativas antes e após a adesão aos NDGC. Por sua vez, Pinheiro (2013) utiliza o método *Detrended Fluctuation Analysis* (DFA), desenvolvido por Peng *et al.* (1994), constatou ocorrência de séries históricas correlacionadas em longo alcance baseadas na lei da potência cujas características são mais propensas a apresentarem maiores valores futuros, indicando haver relação entre as práticas empresariais corporativas e a percepção de maiores retornos pelos gestores de investimentos.

No Quadro 3 são detalhados os tamanhos das janelas dos alguns estudos que pesquisaram o mercado acionário brasileiro por meio da metodologia de estudo de eventos.

Autores	Janela de Estimação	Janela do Evento	Janela de Comparação
Carvalho (2003)	80 pregões 40 pregões	7 dias após 3 dias após 2 pregões antes e 2 depois 1 pregão antes e 1 depois 7 dias antes 3 dias antes	80 pregões 40 pregões
Nishi (2003)	60 pregões	5 antes e 20 depois (25 pregões)	Não utilizou
Batistella <i>et al.</i> (2004)	50 pregões	Vários tamanhos	Não utilizou
Camargos e Barbosa (2006)	1 e 5 (curtíssimo prazo) 21, 63 e 126 (curto prazo) 504 e 252 (longo prazo)	1 e 5 (curtíssimo prazo) 21, 63 e 126 (curto prazo) 504 e 252 (longo prazo)	Não utilizou
Costa e Camargos (2006)	1, 220 e 440 dias	1, 220 e 440 dias	Não utilizou
Nakayasu (2006)	50 pregões	14 pregões	Não utilizou
Pires (2006)	150 dias	150 dias	Não utilizou
Michalischen (2008)	90 dias	30 dias	Não utilizou
Neves e Lemes (2009)	50 pregões	14 pregões	Não utilizou
Camargos e Barbosa (2010)	1 a 504 pregões antes 1 a 252 pregões antes 1 a 126 pregões antes 1 a 63 pregões antes 1 a 21 pregões antes	0 (zero)	1 a 504 pregões depois 1 a 252 pregões depois 1 a 126 pregões depois 1 a 63 pregões depois 1 a 21 pregões depois
Colombo e Galli (2010)	252 dias	40 dias	Não utilizou

Quadro 3 – Tamanhos das janelas nos estudos de eventos relacionados a governança corporativa

Fonte: adaptado de Carvalho (2003); Nishi (2003); Batistella *et al.* (2004); Camargos e Barbosa (2006); Costa e Camargos (2006); Nakayasu (2006); Pires (2006); Michalischen (2008); Neves e Lemes (2009), Camargos e Barbosa (2010); Colombo e Galli (2010)

Diante das divergências expostas no quadro anterior, a presente pesquisa se diferencia das demais quando realizada o teste de várias combinações de tamanhos de janelas, até o momento não testadas, com o objetivo de verificar em qual(is) são mais fortemente percebidos os efeitos da adesão ou migração aos NDGC.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Trata-se de pesquisa quantitativa, baseada em dados secundários do mercado de capitais brasileiro, sendo a população estudada composta pelas empresas listadas na BM&FBovespa que já aderiram e/ou migraram para algum NDGC desde Dezembro de 2000 a Maio de 2010.

O objetivo do estudo é determinar a janela de evento que melhor explica a relação entre a adesão ou migração aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBovespa e a valorização das ações das empresas.

Para determinar as datas de adesão e/ou migração aos NDGC foram consultados, no *site* da BM&FBovespa, os Boletins Diários de Informações (BDIs), que são editados “diariamente em papel e/ou forma eletrônica [...] contendo as operações realizadas nos mercados por ela administrados [...] destinados às Sociedades Corretoras, podendo ainda ser acessados por outros públicos interessados”. Portanto, o BDI pode ser considerado como o

ofício circular de comunicação da bolsa para todos os *players* no mercado de capitais brasileiro.

Para levar a termo o estudo se fez necessária a escolha do método que permitisse avaliar se a adesão e/ou migração a determinado NDGC influencia significativamente a valorização acionária e em que período isso ocorre com maior intensidade. Estudos similares, como o de Nishi (2003), Batistella *et al.* (2004), Camargos e Barbosa (2006) e Gabriel, Ribeiro e Ribeiro (2013) utilizaram a técnica estatística de Estudo de Eventos que, segundo Lamounier e Nogueira (2005, p. 2) “visa, a partir da hipótese de que os mercados sejam eficientes, mensurar o impacto da divulgação de uma dada informação no valor da empresa, mais especificamente no comportamento dinâmico dos preços e dos retornos dessa firma nos mercados financeiros.”

A metodologia dos estudos de eventos é bastante antiga. Segundo Campbell, Lo e MacKinlay (1997), possivelmente o primeiro estudo publicado foi o de Dolley (1933)¹ que examinou as mudanças nos preços das ações após *splits*. Ao longo do tempo vem sendo aperfeiçoada conforme indicado por MacKinlay (1997) ao citar Ball e Brown (1968) e Fama *et al.* (1969) como os que introduziram essa técnica nas pesquisas em finanças. Utilizando essa metodologia, por exemplo, Gabriel, Ribeiro e Ribeiro (2013) verificaram indicativos de retornos anormais de companhias que pertencem aos segmentos da linha branca (eletrodomésticos), móveis, papel e celulose, nos dias próximos ao comunicado do governo sobre a redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), ocorrido no dia 26 de março de 2012, observados até três dias antes da data do evento.

Para realizar o Estudo de Eventos, alguns passos são necessários. Campbell, Lo e MacKinlay (1997) descrevem o delineamento em sete etapas: definição do evento; seleção dos casos; cálculo dos retornos normais e anormais; estimação; procedimentos de testes; resultados empíricos; e interpretações e conclusões. Segundo MacKinlay (1997) deve-se definir o evento a ser estudado, bem como sua data de ocorrência (chamada de data zero) além do período que se espera que o evento tenha exercido influência, denominado “janela do evento”. No presente estudo o evento considerado é a data de adesão e/ou migração das empresas aos NDGC que são conhecidas através dos BDIs.

De acordo com Lamounier e Nogueira (2005, p. 9), após a determinação da data zero, costuma-se considerar “um período de tempo após o anúncio (a fim de se verificar reações após o evento) bem como um período anterior ao anúncio (de modo a verificar se não ocorreram vazamentos de informações)” estabelecendo-se assim o tamanho da janela do evento que servirá de base para as análises. Estudos como o de Carvalho (2003), Nishi (2003), Batistella *et al.* (2004), Camargos e Barbosa (2006), Costa e Camargos (2006), não adotaram o mesmo espaço temporal para as janelas de evento. Diante disso, optou-se por coletar na base Economática® cotações das ações de 150 dias antes e 150 dias depois do evento, para posteriormente definir qual seria o tamanho da janela do evento e, conseqüentemente, das janelas de estimação.

¹ DOLLEY, J. *Characteristics and procedure of common stock split-ups*. Harvard Business Review, 1933, p. 316-326.

O valor de cada ação e o Ibovespa foram pareados para os 150 dias antes e depois do evento, transformando-se ambos em índices de mesma data base. De modo similar ao adotado por Fama *et al.* (1969), as taxas de retorno com composição contínua foram calculadas com base em seus logaritmos. Para obter o retorno com dados contínuos foi calculado o retorno logarítmico neperiano (\ln) dos elementos da amostra e do portfólio de mercado representado pelo Ibovespa por meio da seguinte equação:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{Vlr_{it}}{Vlr_{it-1}}\right)$$

Sendo:

R_{it} : retorno do ativo i na data t;

Vlr_{it} : valor do ativo i na data t;

Vlr_{it-1} : valor do ativo i na data t-1;

A inspeção visual dos gráficos de retorno permite verificar que 69 elementos tiveram alterações que coincidiram com o período de adesão e/ou migração. Foram elaborados gráficos para todas as ações das empresas que aderiram a níveis diferenciados de governança. Destes 69, 60 demonstraram efeito positivo do evento e apenas nove (9) mostraram efeito negativo, o que representa forte indicação de que a adesão e/ou migração aos NDGC impactam positivamente o valor da empresa. O evento é considerado positivo quando o índice da ação apresenta variação ascendente em relação ao índice do Ibovespa depois do evento. É considerado evento negativo quando apresenta variação descendente.

A Figura 1 exemplifica a análise das ações ordinárias da CEMIG, em que a adesão ao N1 parece ter trazido efeitos positivos. É possível verificar o descolamento do preço da ação em relação ao Ibovespa a partir do 80º pregão, ou seja, 70 pregões antes do evento.

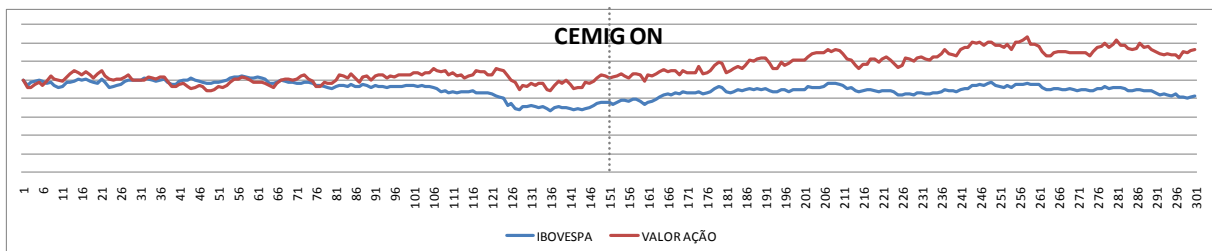


Figura 1 - Análise gráfica Cemig ON – Ibovespa

Fonte: Economática

A Figura 2 se refere às ações preferenciais da ULTRAPAR. Neste caso, são perceptíveis indicativos de possíveis efeitos negativos da adesão ao N1. Como no caso anterior, o descolamento ocorre por volta de 70 pregões antes do evento.

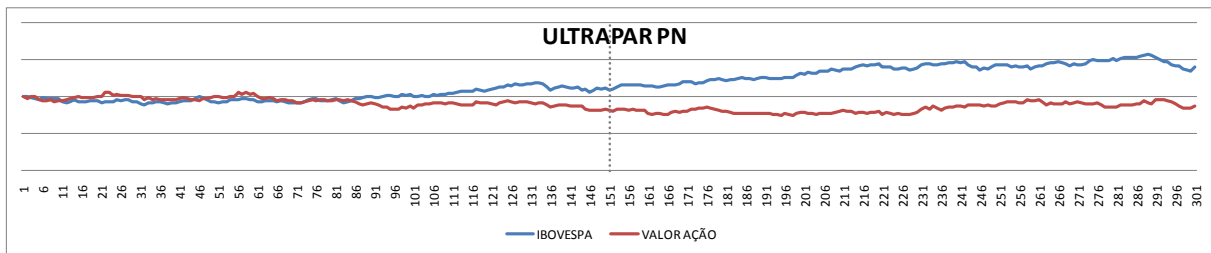


Figura 2 - Análise gráfica Ultrapar PN - Ibovespa
Fonte: Economática

A mudança no comportamento dos preços das ações aproximadamente 70 dias antes do evento indica a reação antecipada do mercado, que Lamounier e Nogueira (2005, p. 9) chamam de “vazamento de informações”. Contudo, tal antecipação não se mostrava uniforme entre as empresas, de modo que se adotou o seguinte procedimento:

- A janela do evento foi definida como abrangendo 70 pregões, uma vez que esteja foi período onde foram verificadas variações significativas.
- Para cada ativo pesquisado a janela do evento foi testada por meio de 10 combinações de datas conforme a Tabela 1.
- Os períodos anteriores e posteriores ao evento foram considerados para a criação da janela do evento.

A análise dos dados procurou identificar os casos em que o efeito do evento da adesão/migração aos NDGC se mostrou significativo, utilizando para isso o teste W. Foram testadas as janelas do evento mostradas na Tabela 1.

Tabela 1 – Janelas do evento

Pregões anteriores ao evento (início janela do evento)	Pregões posteriores ao evento (término janela do evento)	Identificação da <i>Dummy</i>	Valores possíveis da <i>Dummy</i>	
			D=1	D=0
70	00	D70/00	Quando $-70 < t < 00$	Em caso contrário à D=1
60	10	D60/10	Quando $-60 < t < 10$	Em caso contrário à D=1
50	20	D50/20	Quando $-50 < t < 20$	Em caso contrário à D=1
40	30	D40/30	Quando $-40 < t < 30$	Em caso contrário à D=1
30	40	D30/40	Quando $-30 < t < 40$	Em caso contrário à D=1
20	50	D20/50	Quando $-20 < t < 50$	Em caso contrário à D=1
15	55	D15/55	Quando $-15 < t < 55$	Em caso contrário à D=1
10	60	D10/60	Quando $-10 < t < 60$	Em caso contrário à D=1
05	65	D05/65	Quando $-05 < t < 65$	Em caso contrário à D=1
00	70	D00/70	Quando $00 < t < 70$	Em caso contrário à D=1

Fonte: Pesquisa

O segundo passo do Estudo de Eventos é a definição da amostra, como recomendam Lamounier e Nogueira (2005). As seguintes informações foram consideradas relevantes, nesse caso:

- A população na data da coleta dos dados compreendia 423 empresas;
- Apenas em 26/06/2001 ocorreu à primeira adesão aos NDGC;

- Desde 2001 até 31/05/2010 os eventos de adesão e/ou migração assim se distribuem: 55 para N1, 24 para N2 e 120 para NM, totalizando 199;
- A mesma empresa pode apresentar mais de um evento no período considerado;
- Eventos de adesão do tipo *Initial Public Offerings* (IPO), deslistagem, cisão e fusão foram desconsiderados;
- Tanto ações preferenciais como ordinárias foram consideradas desde que o número de observações antes e após a data do evento fosse igual ou superior a 70;
- Foram desconsiderados eventos de adesão ou migração, bem como pregões ocorridos entre os meses de Junho e Dezembro de 2008, devido à Crise Financeira Internacional;
- A amostra final resultou em 69 casos, 58 de adesão e 11 de migração.

O terceiro passo, segundo Lamounier e Nogueira (2005), consiste na escolha do critério de mensuração dos retornos normais e anormais. Segundo Batistella *et al.* (2004, p. 6) o “estudo de evento pode comparar um retorno real com um retorno estimado [...] analisando o impacto de um evento através da subtração entre retorno realmente verificado e retorno estimado [...] diferença esta chamada de retorno anormal”.

Os mesmos autores relacionam os principais tipos de modelos para estimar os retornos como sendo estatísticos e econômicos. Os primeiros são fundamentalmente quantitativos e utilizam ferramentas como a regressão linear. Os modelos econômicos consideram maior quantidade de informações, como é o caso do CAPM. Os efeitos da adesão/migração aos NDGC são aqui identificados e mensurados por meio do Modelo Estatístico de Mercado que, segundo Batistella *et al.* (2004, p. 7) foi “desenvolvido por **Sharpe (1963)** [e] explica o retorno de um dado título em função de uma carteira de mercado”. Tal opção se justifica pelas ponderações de MacKinlay (1997) para quem o Modelo Estatístico de Mercado é mais indicado que o CAPM para análises desta natureza. Como representação da carteira de mercado foi adotado o Ibovespa que, segundo a BM&FBovespa, “representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas, e o perfil das negociações à vista observadas nos pregões da BM&FBovespa.”

A equação para cálculo dos retornos dos ativos pelo Modelo Estatístico de Mercado, segundo MacKinlay (1997, p. 18) é representada por uma regressão linear simples:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

R_{it} : retorno real do ativo i na data t ;

α_i e β_i : coeficiente de intercepto (alfa) e de declividade (beta) para o ativo i ;

R_{mt} : retorno da carteira de mercado, na data t ;

ε_{it} : erro para o ativo i , na data t .

Utilizando-se o Modelo Estatístico de Mercado, a significância da relação entre preços das ações e índice de mercado foi testada, utilizando-se o teste W para cada evento e para cada janela de forma individual, conforme recomendado por Campbell, Lo e MacKinlay (1997), de modo a evitar a correlação dos retornos entre si, sendo inseridas no modelo

variáveis *dummies* para indicar o período considerado como janela do evento ($D = 1$) e os períodos anterior e posterior ao evento ($D = 0$).

Gujarati (2000, p. 516) explica que, para comparar as regressões de modo a se identificar diferenças na inclinação, as n observações (representadas pelas 10 combinações de janelas de evento) podem ser reunidas no seguinte modelo de estimação:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 R_{mt} + \beta_2 (D_{it} R_{mt}) + \varepsilon_{it}$$

Sendo:

$D_{it} = 0$ na janela de estimação e comparação (anterior e posterior) e $D_{it} = 1$ na janela do evento.

Neste caso β_2 é o coeficiente da inclinação diferencial. Gujarati (2000, p. 516) observa que a introdução da variável *dummy* na forma multiplicativa permite diferenciar os coeficientes de inclinação dos períodos. O teste F foi aplicado ao nível de significância de 5%.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

A regressão *stepwise* foi aplicada aos 69 casos, 58 de adesão (84,1%) e 11 (15,9%) de migração conforme a Tabela 2. Como se verifica, os casos com maior ocorrência foram os de adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa, representando 65,2% do total. Dentre os casos de migração analisados, a maior ocorrência foi de migração do Nível 1 para o Novo Mercado (5,8%) e de migração do Nível 2 para o Novo Mercado (4,3%). A tendência observada indica que as empresas foram atraídas para esse segmento, o que talvez se explique segundo O'Connor (2012) que encontrou evidências de que empresas que possuem apenas uma classe de ações (ordinárias, por exemplo) pagam um “prêmio para investimento” que se reflete na valorização dos ativos.

Tabela 2 – Eventos analisados

ADESÃO	58	84,1%
ADESÃO N1	45	65,2%
ADESÃO NM	8	11,6%
ADESÃO N2	5	7,2%
MIGRAÇÃO	11	15,9%
N1-NM	4	5,8%
N2-NM	3	4,3%
N1-N2	1	1,4%
N1-N1	1	1,4%
N2-N2	1	1,4%
NM-NM	1	1,4%
TOTAL	69	100,0%

Fonte: Pesquisa

A Tabela 3, a seguir, apresenta as quantidades dos testes em que nenhuma das *dummies* (janelas) se mostrou significativa (50,7%), além dos casos em que ao menos uma das *dummies* multiplicativas se mostrou significativa (49,3%), todos considerando um nível de significância de 5%. Destaca-se que para cada evento (dos 69 estudados) foram realizados

10 testes, correspondentes as 10 *dummies* analisadas, conforme descritos na Tabela 1. Com isso, o total de testes realizados é de 690.

Tabela 3 – Significância das *dummies*

Total de Casos analisados por tipo de Evento			Casos com nenhuma <i>Dummy</i> Significativa			Casos com <i>Dummies</i> Multiplicativas (D*) significativas		
Eventos	Total	% dos 69	Eventos	% dos 35	% dos 69	Eventos	% dos 34	% dos 69
ADESÃO N1	45	65,2%	22	62,9%	31,9%	23	67,6%	33,3%
ADESÃO N2	5	7,2%	4	11,4%	5,8%	1	2,9%	1,4%
ADESÃO NM	8	11,6%	4	11,4%	5,8%	4	11,8%	5,8%
MIG N1-N2	1	1,4%	0	0,0%	0,0%	1	2,9%	1,4%
MIG N2-NM	3	4,3%	2	5,7%	2,9%	1	2,9%	1,4%
MIG N1-NM	4	5,8%	2	5,7%	2,9%	2	5,9%	2,9%
MIG N1-N1	1	1,4%	1	2,9%	1,4%	0	0,0%	0,0%
MIG N2-N2	1	1,4%	0	0,0%	0,0%	1	2,9%	1,4%
MIG NM-NM	1	1,4%	0	0,0%	0,0%	1	2,9%	1,4%
TOTAL	69	100,0%	35	100%	50,7%	34	100%	49,3%

Fonte: Pesquisa

Os resultados confirmam a indefinição quanto aos efeitos da adesão aos NDGC sobre o retorno das ações, uma vez que o número de casos em que o evento não evidenciou efeito significativo sobre o retorno das ações representa cerca da metade. Por outro lado, pode-se verificar que dentre os 34 casos que apresentaram significância, 67,6% são de adesão ao N1, o que representa 33,3% do total de casos.

A Tabela 4 apresenta uma descrição mais detalhada. As janelas de evento mais significativas são as de 70 pregões antes do evento (25%), com onze ocorrências para adesão e duas para migração, e de 30 pregões antes e 40 depois (17,3%). A janela 60/10 se mostra significativa em 15,4% dos casos, enquanto as janelas 50/20, 20/50, 15/55 e 00/70 são significativas em 7,7% dos casos. Ao nível de 5% de significância, apenas os percentuais maiores que 5,8% são estatisticamente diferentes de zero. Desta forma, conclui-se que as *dummies* 40/30, 10/60 e 05/65 não apresentam valor informativo para a análise.

Tabela 4 – Resultado das janelas significativas

Eventos	70/00	60/10	50/20	40/30	30/40	20/50	15/55	10/60	05/65	00/70	Total
Adesão N1	10	5	3	1	5	1	3	3	0	2	33
Adesão N2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Adesão NM	0	0	0	0	3	2	0	0	0	1	6
Total Adesão	11	5	3	1	8	3	3	3	0	3	40
Mig N1-N2	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	2
Mig N2-NM	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	3
Mig N1-NM	1	2	0	0	1	0	0	0	0	0	4
Mig NM-NM	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	2
Mig N2-N2	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1

Ricardo Adriano Antonelli - Marcelo Chaves Jesus - Ademir Clemente - Ana Paula Mussi Szabo
Cherobim - Luciano Marcio Scherer

Mig N1-N1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Migração	2	3	1	2	1	1	1	0	0	1	12
Total Geral	13	8	4	3	9	4	4	3	0	4	52
%	25,0%	15,4%	7,7%	5,8%	17,3%	7,7%	7,7%	5,8%	0,0%	7,7%	100,0%

Fonte: Pesquisa

Ao todo, verifica-se significância estatística ao nível de 5% em 52 janelas analisadas. Há que se destacar que os totais não são os mesmos apresentados na Tabela 3 devido ao fato de uma mesma ação poder apresentar efeitos significativos em mais de uma janela de evento já que, para cada papel foram realizados testes em 10 combinações diferentes, resultando em 690 possibilidades. Dessa forma, o total de janelas significativas representam 7,54% de todas as possíveis janelas consideradas.

Destaca-se a constatação de que a grande maioria das janelas que apresentaram resultados significativos engloba pregões anteriores ao evento de migração ou adesão. Uma vez que a probabilidade de coincidência de fatores conjunturais que conduzissem a esse resultado parece remota, tem-se a indicação de informação privilegiada, o que mereceria análise específica.

Realizando-se a análise por título negociado verifica-se que em 21 dos casos apenas uma janela se mostrou significativa, conforme se observa na **Tabela**, onde é apresentada também a significância do teste F para os resultados da regressão ($p\text{-value} < 0.05$). Observa-se mais um indicativo de que a janela 70/00 é a que melhor capta os efeitos dos eventos; pois, em nove casos (42,9%) a *dummy* multiplicativa se mostrou significativa ao nível de 5%. O teste para diferenças de proporções foi utilizado, que segundo Bruni (2008, p. 235) pode ser representado por:

$$Z_t = \frac{p - P_0}{\sqrt{\frac{p \cdot q}{n}}}$$

Onde:

p = proporção ($p = x/n$)

P_0 = proporção alegada

$q = 1 - p$

n = número de elementos

x = número de elementos a comparar

Com a aplicação do teste de diferenças de proporções, os resultados da Tabela 5 sugerem que os demais valores não são estatisticamente diferentes de zero, podendo ser desconsiderados neste caso.

Tabela 5 – Ações com apenas uma janela significativa

TÍTULO	70/00	60/10	50/20	40/30	30/40	20/50	15/55	10/60	05/65	00/70
ALPARGATAS PN								0,047		
BANRISUL ON					0,027					
BRDESCO ON		0,032								
BRDESCO PN		0,045								
BRDESPAR PN	0,002									
CESPE ON					0,001					
COPEL ON	0,016									
ELETROBRAS PNB	0,001									
FRAS-LE PN							0,028			
GERDAU PN				0,017						
GERDAU MET PN										0,013
ITAU SA PN	0,002									
PARANAPANEMA PN	0,016									
PORTOBELLO ON										0,012
SANTOS BRP UNT N2						0,001				
SARAIVA LIV PN	0,000									
TRACTEBEL ON					0,006					
TRAN PAULIST PN						0,015				
USIMINAS PNA	0,035									
VALE ON	0,039									
VALE PNA	0,009									
CONTAGEM	9	2	0	1	3	2	1	1	0	2
21	42,9%	9,5%	0,0%	4,8%	14,3%	9,5%	4,8%	4,8%	0,0%	9,5%

Fonte: Pesquisa

Os resultados obtidos estão relativamente de acordo com os estudos de Batistella *et al.* (2004) e Carvalho (2003) no sentido de que apontam para uma reação antecipada no comportamento das ações entre o 70º pregão anterior e a data do evento. Por outro lado, verificando-se em mais de 50% dos casos em que apenas uma janela foi significativa, a indefinição de um período uniforme, ainda não é possível concluir que esta janela seja a que melhor representa o efeito da adesão ou migração aos NDGC.

Na Tabela 6, são relacionados os 21 casos com apenas uma janela significativa, bem como os 13 casos com mais de uma janela significativa. Para estes, foi selecionada a janela que apresentou os melhores resultados.

Tabela 6 – Resultados para as janelas significativas

TÍTULO	Tipo caso	Janela	Beta Ibovespa	Beta Dummy
ALPARGATAS PN	Uma janela	10/60	-0,414	0,419
BANRISUL ON	Uma janela	30/40	-	1,041
BRADERCO ON	Uma janela	60/10	0,671	0,309
BRADERCO PN	Uma janela	60/10	0,812	0,264
BRADERPAR PN	Uma janela	70/00	0,895	0,443
BRASIL ON	Mais de uma janela	30/40	0,928	0,389
BRASIL PCNB	Mais de uma janela	50/20	0,994	0,734
CEMIG ON	Mais de uma janela	50/20	1,133	-0,362
CESPE ON	Uma janela	30/40	0,842	-0,899
CESPE PNA	Mais de uma janela	60/10	0,717	0,728
CIAHERING ON	Mais de uma janela	60/10	-	0,987
COPEL ON	Uma janela	70/00	0,343	0,337
ELETOBRAS ON	Mais de uma janela	00/00	1,327	-0,381
ELETOBRAS PNB	Uma janela	70/00	1,356	-0,470
ESTACIO PART ON	Mais de uma janela	00/70	0,344	0,369
FRAS-LE PN	Uma janela	15/55	0,347	-0,550
GERDAU PN	Uma janela	40/30	0,967	0,495
GERDAU MET PN	Uma janela	00/70	0,495	0,355
ITAU SA PN	Uma janela	70/00	0,866	-0,295
LIGHT SA ON	Mais de uma janela	60/10	0,841	0,874
NET PN (A)	Mais de uma janela	30/40	1,315	0,829
NET PN (B)	Mais de uma janela	50/20	1,091	0,862
PARANAPANEMA PN	Uma janela	70/00	0,918	-0,523
PORTOBELLO ON	Uma janela	00/70	-	0,718
RANDON PART PN	Mais de uma janela	20/50	0,530	-0,605
SANTOS BRP UNT N2	Uma janela	20/50	0,330	0,534
SARAIVA LIV PN	Uma janela	70/00	-	0,547
TRACTEBEL ON	Uma janela	30/40	0,762	-0,571
TRAN PAULIST PN	Uma janela	20/50	1,086	-0,351
UNIPAR PNB	Mais de uma janela	60/10	0,904	-0,416
USIMINAS PNA	Uma janela	70/00	1,270	-0,247
VALE ON	Uma janela	70/00	0,340	0,294
VALE PNA	Uma janela	70/00	0,307	0,346
WEG ON	Mais de uma janela	60/10	-	-1,872
MÉDIA	n = 34	-	0,66	0,19

Fonte: Pesquisa

Na média, as 34 ações com janelas significativas apresentaram coeficiente Beta estimado igual a 0,77 e coeficiente da variável *dummy* multiplicativa igual a 0,13, representando acréscimo de 16,6%. Para as 21 ações que apresentaram somente uma janela

significativa obtiveram-se Beta estimado 0,68 e coeficiente da variável *dummy* multiplicativa igual a 0,11, acréscimo de 15,4%. Com relação às 11 ações que apresentaram mais de uma janela significativa, esses valores foram 0,92, 0,16 e 17,9%, respectivamente. As indicações são de acréscimo significativo de retorno e ausência de diferenciação marcante entre os grupos de ações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os estudos que analisam a valorização das ações em virtude da adesão ou migração aos NDGC têm procurado identificar a janela que melhor representa os seus efeitos, no sentido de confirmar que a adoção de boas práticas de governança apresenta efeito positivo.

Com base no modelo de mercado, que mede o efeito de determinado evento sobre a valorização acionária das empresas, representada pela ocorrência de retornos anormais, ou seja, acima da variação da carteira de mercado, foram verificadas, neste artigo, dez combinações de janelas de estimação e evento com o intuito de encontrar a combinação que melhor expressa o mencionado efeito.

O objetivo do trabalho foi atingido na medida em que foi possível estabelecer o tamanho ótimo da janela em que se verifica alteração significativa do preço da ação em relação ao evento divulgação da adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa.

Os resultados indicam que se deve rejeitar a hipótese de que a adesão ou a migração aos NDGC não influenciam a valorização dos títulos das empresas; pois, foram encontrados efeitos significativos e aproximadamente uniformes em 49,3% dos casos.

Destaca-se ainda, que os resultados indicam, também, que o período para o qual se verifica maior incidência de retornos anormais é o que compreende 70 pregões anteriores à data do evento, em concordância com Batistella *et al.* (2004) e Carvalho (2003). Os resultados obtidos não levam em conta as condições específicas que envolveram cada evento de migração ou adesão, buscando tão somente um padrão geral representativo do mercado acionário brasileiro. Entretanto, a expressiva incidência de retornos anormais de forma antecipada ao evento de migração ou adesão, especialmente os 70 pregões anteriores, emerge, concretamente como a possibilidade de informação privilegiada. Dessa forma, dever-se-ia admitir explicitamente que a data do evento divulgada no BDI da Bovespa não constitui efetivamente informação ao mercado.

Outro ponto a destacar diz respeito à hipótese de eficiência de mercado. Torna-se evidente a necessidade de outras pesquisas no sentido de dimensionar a extensão e a forma como o padrão de resposta percebido no mercado está relacionado com a eficiência de mercado.

Considera-se também oportuna uma análise do cenário do mercado no momento em que este recebe a informação: conjuntura favorável tenderia a potencializar os efeitos do evento, enquanto desfavorável, ao contrário, tenderia a mitigá-los. Além disso, a classificação das ações em ON e PN, sem dúvida, constitui refinamento desejável.

Os resultados aqui obtidos certamente não são definitivos, mas sugerem que os eventos estudados efetivamente proporcionam retornos anormais. Sugere-se a replicação do estudo em outros mercados, para efeito de comparação e estudos por segmentos de listagem, como forma de refinamento das pesquisas e comprovação, ou não, dos achados.

REFERÊNCIAS

ANTONELLI, R. A.; CLEMENTE, A.; CHEROBIM, A. P. M. S.; SCHERER, L. M. Adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e risco das ações. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11, 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2011.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, J. L.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Eventos. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting numbers. **Journal of Accounting Research**, Chicago: University of Chicago, v. 6, n. 2, 1968.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M. M.; ZIMMERMANN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland. **EGI – Finance Working Paper**, v. 34, 2004.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firm's market values? Evidence from Korea. University of Texas. **Law and Econ Research Paper**, v. 26, 2003.

BLACK, B. S.; LOVE, I.; RACHINSKY, A. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, v. 7, 4, p. 361-379, 2006.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 02 jun. de 2012.

BRUNI, A. L. **Estatística aplicada à gestão empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), criação de valor e liquidez: evidências empíricas. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO - ENEGEP, 16, 2006, Fortaleza. **Anais...** Rio de Janeiro: ABEPRO, 2006.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. *Revista de Gestão da USP – REGE*. São Paulo, v. 17, n. 2, p. 189-208, abr./jun, 2010.

CAMPBELL, J. Y; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. The econometrics of financial markets. Princeton, New Jersey: **Princeton University Press**, 1997.

CARVALHO, A. G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. **FIPE/USP Working Paper**, 2000.

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

CARVALHO, A. G. Efeitos da migração para os níveis de governança da BM&FBovespa. 2003. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/3EBF/paper/viewFile/1595/706>>. Acesso em: 10 jun. de 2010.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica. New Series**, v. IV, p. 386-405, 1937.

COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança corporativa no Brasil: Níveis de governança e rendimentos anormais. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*. [online]. 2010, vol.9, n.4, pp. 26-37. Disponível em: <http://www.scielo.gpeari.mctes.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S16454464201000030004&lng=pt&nrm=iso>. ISSN 1645-4464.

COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise Empírica da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o Retorno dos Acionistas. **Revista de Gestão USP**, v. 32, n. 1, p. 31-42, 2006.

DOLLEY, J. Characteristics and procedure of common stock split-ups. **Harvard Business Review**, 1933, p. 316-326.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. **ECGI - Finance Working Paper**, n. 11, 2003.

FAGUNDES, E. Presidente da Bolsa de NY vê crise mundial a cada três anos. *Diário Comércio Indústria e Serviços (DCI)*. Bolsa e mercados. 17/08/2011. Disponível em: <<http://www.dci.com.br/Presidente-da-Bolsa-de-NY-ve-crise-mundial-a-cada-tres-anos-13-386883.html>>. Acesso em: 26/08/2011

FAMA, E. F.; FISHER, L.; JENSEN, M. C.; ROLL, R. The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review**, v. 10, n. 1, p. 1-21, fev.1969.

GABRIEL, F. S.; RIBEIRO, R. B.; RIBEIRO, K. C. S. Hipóteses de Mercado Eficiente: um estudo de eventos a partir da redução do IPI. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, UNEB**, Salvador, v. 3, n. 1, p. 36-52 jan/abr., 2013.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3. ed. Tradução: Yoshida, Ernesto. São Paulo, Pearson Makron Books, 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Governança corporativa. [S.l.]. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 02 jun. de 2010.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics** v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-28, 2000.

LA PORTA, R. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Financial**, v. 57, n 3, p. 1147-1170, 2002.

LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. M. Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos Empíricos. In: SEMINÁRIO DE GESTÃO DE NEGÓCIOS, 2, 2005, Curitiba. II **Seminário de Gestão de Negócios**: um enfoque acadêmico da realidade empresarial, 2005.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **COPPEAD/UFRJ Working Paper**, Rio de Janeiro, 2004.

LEFORT, F.; WALKER, E. The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile. **Latin American and Caribbean Research Network at the IADB**, 2005.

LOPES, A. B. A. **Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Contabilidade**. In: IUDÍCIBUS, Sergio; LOPES, A. B. (Org.). Teoria avançada da contabilidade. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2004, p. 171-185.

LOPES, A. B., MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville: **American Economic Association**, v. 35, n. 1, mar. 1997.

MICHALISCHEN, F. **Evidências da migração de empresas de capital aberto para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa**: um estudo de eventos. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2008.

NAKAYASU, G. N. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2006.

NEVES, L. C.; LEMES, S. Efeitos no retorno e na liquidez média das ações de empresas que emitiram ADRs na Nyse e das que aderiram ao Novo Mercado. *Revista Universo Contábil*, ISSN 1809-3337, **FURB**, Blumenau, v. 5, n.3, p. 24-42, jul./set., 2009.

NISHI, L. F. **Adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa**: Um Estudo de Evento. 119 f. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

O'CONNOR, Thomas. Investability, corporate governance and firm value. *Research in International Business and Finance*. v. 26, n. 1, p. 120-136, 2012. Disponível desde 16/09/2011 em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531911000420>>. Acesso em: 06/03/2013.

PEIXE, F. C. D. **Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. 98 f. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PENG, C.K., BULDYREV, S.V., HAVLIN, S. SIMONS, M. STANLEY, H. E., GOLDBERGER, A.L. Mosaic organization of DNA nucleotides. **Physical Review E**, v. 49, p.1685–1689, 1994.

PINHEIRO, Carlos Alberto Orge. Ganhos anormais através das séries históricas de ações de empresas com práticas empresariais corporativas no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**. UNEB, Salvador, v. 3, n. 2, p. 121-133, maio/ago., 2013.

PIRES, M. A. ADRs e Governança Corporativa: um estudo de eventos sobre o comportamento das ações negociadas no Brasil. 215 f. Dissertação de Mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (**FUCAPE**), Vitória, 2006.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, Vol. 7, No. 1, p. 107–136, 2009.

ROSS, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. **American Economic Association**, v. 63, n. 2, May 1973.

SILVA, A. L. C. **Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras**. In: SILVA, André L. C.; LEAL, Ricardo P. C. (Org.). Governança Corporativa – Evidências Empíricas no Brasil. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 107-129.

SILVA, W. V. da; SILVEIRA, S. A. A.; DEL CORSO, J. M.; STADLER, H. A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, Blumenau, v. 7, n. 4, p. 82-97, out./dez., 2011.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JUNIOR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista Administração UFSM*, Santa Maria, v. 5, n. 2, p. 222-242, MAI./AGO, 2012.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 152 f. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SIRQUEIRA, A. B.; KALATZIS, A. E. G.; TOLEDO, F. M. B. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa. **Revista Economia**. Brasília, v. 7, n. 3, p. 521-544, set/dez. 2007.

SOUZA, E. M.; MARCON, R. Comparação do desempenho econômico e de mercado das empresas: o caso das companhias classificadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. **Revista de Negócios**, v. 12, p. 88-103, 2007.

WILLIAMSON, O. E. The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting. New York. **The Free Press**, 1985.