
A ADOÇÃO DE PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA BENEFICIA O ACIONISTA E AUMENTA A LIQUIDEZ ACIONÁRIA? EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO MERCADO BRASILEIRO

ARTIGO – FINANÇAS

Marcos Antônio de Camargos

Doutor em Administração pelo CEPEAD-UFMG
Professor e Pesquisador das Faculdades IBMEC-MG – Belo Horizonte-MG, Brasil
E-mail: marcosac@ibmecmg.br; camargos.marcos@gmail.com

Recebido em: 6/5/2009

Aprovado em: 8/9/2009

Francisco Vidal Barbosa

Pós-Doutor pela Universidade de Harvard e Professor Adjunto do
CAD/CEPEAD/FACE/UFMG – Belo Horizonte-MG, Brasil
E-mail: fbarbosa@face.ufmg.br

RESUMO

O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) disseminaram um conjunto de práticas melhoradas de governança com o objetivo de aumentar a transparência e o conteúdo informacional entre investidores e empresas, além de reduzir o custo de capital, o que resultaria, supostamente, no aumento da liquidez e da valorização acionária para as empresas que as adotassem. Baseado nessas premissas, este artigo analisou o impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações no mercado, visando identificar se ocorreram mudanças significativas no retorno acionário anormal e na liquidez, esta última identificada pelas variáveis quantidade de negociações, quantidade de títulos e volume financeiro negociado em períodos próximos à adesão, por meio de um Estudo de Evento. A análise foi feita em uma amostra de ações preferenciais (32 empresas), segmentada para os níveis I e II, e em uma outra de ações ordinárias (17 empresas). As principais constatações foram que a adesão aos NDGC não resultou na criação de riqueza para os acionistas no período analisado; resultou no aumento da liquidez, principalmente no longo prazo, tanto para as ações preferenciais como para as ordinárias; e quanto à adesão ao nível II, não apresentou um impacto maior sobre a liquidez quando comparada à adesão ao nível I.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, Criação de Valor, Liquidez Acionária, Estudo de Evento.

SHARES AND LIQUIDITY ARE BENEFITED BY BETTER CORPORATE GOVERNANCE? BRAZILIAN MARKET EVIDENCE

ABSTRACT

The New Market and Differentiated Levels of Corporate Governance (Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, NDGC) have disseminated practices for improved governance in order to increase transparency and information for investors and further, to reduce the cost of capital, thereby supposedly increasing share value and liquidity. To analyze this when adhering to NDGC, impact on behavior and liquidity as well as other share and market variables were investigated by an event study. Preferred shares of 32 enterprises segmented in levels I and II, as well as common shares of 17 enterprises were studied. NDGC adherence did not result in creation of wealth for shareholders but increased liquidity especially in the long term for both preferred and common shares while Level II compliance did not influence liquidity more than that level I compliance.

Key words: *Corporate Governance, Differentiated Levels of Corporate Governance, Share Liquidity, Share Price, Event Study.*

¿LA ADOPCIÓN DE PRÁCTICAS DIFERENCIADAS DE GOBIERNO CORPORATIVO BENEFICIA EL ACCIONISTA Y AUMENTA LA LIQUIDEZ DE LAS ACCIONES? LOS DATOS EMPÍRICOS DEL MERCADO BRASILEÑO

RESUMEN

El Nuevo Mercado y los Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo (NDGC) difundieron un conjunto de prácticas mejoradas de gobierno a fin de aumentar la transparencia y el contenido de la información entre los inversores y las empresas, además de reducir el costo de capital, con lo que supuestamente resultaría en el aumento de la liquidez y de la valoración de las acciones para las empresas que las adoptaran. Partiendo de estas premisas, este trabajo analizó el impacto de la adhesión a los NDGC sobre el comportamiento de las acciones en el mercado, con el objetivo de identificar si existieron cambios significativos en los rendimientos de las acciones anormales y en la liquidez, esta última identificada por las variables cantidad de negociaciones, cantidad de títulos y volumen financiero negociado en períodos próximos de la adhesión, a través de un estudio de evento. El análisis se realizó en una muestra de acciones preferentes (32 empresas), segmentada para los niveles I y II, y en otra de las acciones ordinarias (17 empresas). Las principales conclusiones fueron que la adhesión a los NDGC no resultó en la creación de riqueza para los accionistas durante el período analizado; que esa adhesión se tradujo en una mayor liquidez, especialmente a largo plazo, tanto para las acciones preferentes como para las ordinarias; y que la adhesión al nivel II no presentó un mayor impacto sobre la liquidez en comparación con la adhesión al nivel I.

Palabras-clave: Gobierno Corporativo, Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo, Creación de Valor, Liquidez de las Acciones, Estudio de Evento.

1. INTRODUÇÃO

Inserida em um cenário de volatilidade, baixo crescimento de alguns mercados de grande importância e maior integração econômica e financeira, a governança corporativa (GC) vem ganhando destaque e importância. Tem sido vista como uma saída para muitas empresas melhorarem sua imagem no mercado e aumentarem o potencial de valorização dos seus ativos, com uma maior transparência em seus negócios, ganhando assim competitividade.

Para Shleifer e Vishny (1997), a GC pode ser vista como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores asseguram o retorno dos seus investimentos, ou seja, um conjunto de mecanismos que minimizam os problemas de agência e os seus custos.

Para Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), o desenvolvimento do mercado de capitais depende das boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, na perspectiva de que a adoção de um sistema de governança eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e a valorização das ações, resultando na redução da exposição das organizações a fatores macroeconômicos.

Para Andrade e Rosseti (2004), a GC pode contribuir em três frentes para o desenvolvimento econômico do País: 1. empresas: melhora da imagem institucional, aumento da liquidez e da valorização das ações, diminuição do custo de capital; 2. investidores: garantia dos direitos, maior precisão na precificação das ações, qualidade das informações e menores riscos; 3. mercado de capitais: alternativa viável de capitalização, aumento de emissões e das aberturas de capital e maior liquidez.

Trata-se de um tema importante para o desenvolvimento empresarial e para o mercado de capitais, e vem recebendo atenção de várias entidades operadoras e reguladoras do mercado, que tentam melhorar as práticas de GC e a transparência das empresas. A GC passou a ser mais disseminada a partir dos escândalos envolvendo grandes corporações norte-americanas no início dos anos 2000. Em 2002, foi promulgada a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOx), que, além de garantir maior transparência às operações do mercado de capitais, inicialmente nos Estados Unidos e depois em outros

países, visava atrair os investidores afugentados com os escândalos. No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) instituiu o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), a fim de promover, entre outras coisas, a pulverização do mercado acionário brasileiro. Além disso, a Lei das S.A. nº 6.404/76 foi revisada pela Lei nº 10.303/01, que objetivou fortalecer a CVM e aperfeiçoar o mercado de capitais acrescentando princípios de GC. Entretanto, esses avanços ficaram aquém do esperado.

Baseado na premissa de que a implantação de melhores práticas de GC, além de valorizar os esforços da empresa para a melhoria da sua relação com os seus diversos *stakeholders*, aumenta o potencial de valorização e de liquidez das suas ações no mercado, este artigo objetiva analisar o impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações na Bovespa. Mais especificamente, visa verificar se ocorreram mudanças significativas na valorização acionária, identificada pelo retorno acionário anormal (RAA), e na liquidez, identificada por três variáveis: quantidade de negociações (QNegs), quantidade de títulos (QTits) e volume financeiro negociado (Vol) em períodos próximos à adesão. Será mencionada somente a análise da adesão aos NDGC, pois apenas uma das empresas analisadas faz parte do NM.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Como um campo de estudos formalmente constituído e fortemente influenciado pelos chamados investidores institucionais, a GC iniciou-se nos Estados Unidos sob a égide tanto da recuperação da transparência (*disclosure*) quanto da responsabilidade de prestação de contas e monitoramento dos gestores das grandes firmas. Recentemente, o tema da GC passou a receber grande atenção por parte dos estudos acadêmicos, principalmente de Finanças, em razão de seu poder de explicação e solução de muitos dos problemas enfrentados pelas organizações, e pelo fato de ser considerada cada vez mais determinante do desempenho empresarial.

Para Silveira, Barros e Famá (2004:4), a GC é “o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores”.

O escopo da GC está, assim, ligado aos interesses conflitantes, à divisão do poder entre os diferentes *stakeholders*, à monitoração das atividades e objetivos da administração pelo conselho de administração, às auditorias independentes e aos conselhos fiscais, para preservar a ética e a transparência nas atividades da empresa. Conforme apontado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2005), ela possui como principais linhas de conduta: a transparência (*disclosure*), a prestação de contas (*accountability*) e a equidade (*equity*).

A GC pode ser vista como um corolário das teorias da firma e da agência, isto é, o desenvolvimento natural dessas duas correntes teóricas, cujo objetivo básico se centra na solução dos problemas decorrentes do potencial comportamento discricionário de dirigentes. Para Berle Jr. e Means (1988), esses problemas, oriundos da separação entre a propriedade “passiva” e o controle (propriedade ativa) e associados ao elevado custo de monitorar as atividades desses dirigentes (JENSEN; MECKLING, 1976), levam à redução/perda do valor da empresa. Trata-se de um arcabouço teórico que, a partir da perspectiva financeira dos objetivos da firma, focaliza as situações de conflito oriundas da separação entre propriedade e controle da firma e a consequente deslocamento de poder.

São destacáveis os esforços empreendidos tanto por instituições governamentais – CVM (Comissão de Valores Mobiliários) – quanto privadas – IBGC e Bovespa – para melhorar o funcionamento do mercado de capitais e aumentar a confiança nele e a sua transparência. Dentre as principais iniciativas, destacam-se: 1. a reforma na Lei das S.A. (Lei nº 10.303/01), que introduziu dispositivos sobre a estrutura de capital, administração e direitos dos não controladores, além de fortalecer o papel da CVM; 2. a criação do NM e dos NDGC pela Bovespa; 3. as linhas de crédito especiais oferecidas pelo

BNDES; iv) novas regras de investimento por parte de fundos de pensão; e v) projeto de reforma das demonstrações contábeis.

2.1. O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa (NDGC)

Em 2001, baseada no *Neuer Markt* alemão, a Bovespa implantou o Novo Mercado, conduzido por regras de listagem diferenciada. Segundo a Bovespa (2005), “trata-se de um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas, que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação”. Ao contrário dos similares, esse segmento diferenciado de negociação da Bovespa não faz nenhuma restrição ao setor ou tamanho das empresas participantes.

Segundo Peixe (2003), as vantagens do NM seriam: 1. empresas: melhor precificação das suas ações, o que implicaria menores custos de transação, com base no pressuposto de que os investidores se dispõem a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de GC e que apresentam maior grau de transparência; 2. investidores: maior segurança e a oportunidade de adquirir o que a Bovespa chama de “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.

2.1.1. Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa

O Quadro 1 resume as principais exigências indicadas para cada nível, segundo informado no *site* da Bovespa (2005). Conforme pode ser observado, há um aumento das exigências do nível 1 para o nível 2 e, deste, para o NM.

Quadro 1: Exigências dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

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

(*) ordinária nominativa e preferencial nominativa

(**) *United States Generally Accepted Accounting Principles* e *International Financial Reporting Standards*

Fonte: Compilado do *site* da Bovespa e do Regulamento dos NDGC. Acesso em 20 de outubro de 2005.

Quando da implantação dos NDGC, ficou estabelecido que novas emissões públicas de capital deveriam ocorrer em um desses níveis, e a empresa deveria escolher um deles. Para empresas com capital aberto e que não fizeram novas listagens após a implantação do NDGC, a adesão é voluntária.

Conforme *site* da Bovespa (2005), as companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Já as de Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

Pondera-se, entretanto, que a premissa de que a adesão ao Nível 1 por si só resultaria na valorização acionária é um tanto quanto ingênua, tendo em vista que esse nível é muito mais de *disclosure* e liquidez do que de governança corporativa (as questões-chave de governança não constituem exigência para o Nível 1). Quando os NDGC foram criados, houve uma adesão das empresas de forma conjunta e voluntária na mesma data, em 2001, muito mais em

razão de um formalismo do que de um aprimoramento pontual da GC. Além disso, boa parte das empresas que passaram a fazer parte do Nível 1 já possuía títulos negociados na bolsa de Nova York (NYSE), portanto sujeitaram-se a regras muito mais exigentes de *disclosure* do que as desse nível.

2.2. A Evidência Empírica do Impacto da Adesão ao NM e aos NDGC

As pesquisas que têm a GC como objeto de estudo são recentes e foram intensificadas ao longo da década de 2000 no Brasil e no exterior, o que mostra sua atualidade e relevância, bem como seu estágio inicial de desenvolvimento, e a necessidade, portanto, de um corpo de evidências empíricas. São várias as maneiras de analisar a GC, dentre as quais a que considera os impactos/benefícios gerados pela GC em alguma variável da empresa. Vários autores já abordaram o tema sob essa perspectiva, conforme pode ser visualizado no Quadro 2. Deve-se destacar, entretanto, que, diferentemente da maioria desses trabalhos, neste estudo, além dos ganhos (retorno), foi analisado o impacto na liquidez acionária, por meio de três variáveis (QNegs, QTits e Vol).

Quadro 2: Evidências Empíricas do Impacto da GC no Mercado Brasileiro

Autor	Objetivo(s)	Conclusões / Constatções
Silveira, Barros e Famá (2006)	Investigar a influência da qualidade da GC sobre o valor de mercado de 154 companhias abertas brasileiras em 2002.	Constataram uma influência positiva e significativa da qualidade da GC sobre o valor de mercado das empresas.
Nakayasu (2006)	Analisar o comportamento dos preços das ações de companhias brasileiras quando da adesão destas aos NDGC, divulgados em anúncios de jornais e da própria adesão, entre 2001 e 2006. Aferir a eficiência semiforte do mercado.	Constatou uma reação positiva do mercado nos dias próximos à data do anúncio na imprensa especializada, mas nenhuma reação significativa estatisticamente nos dias próximos à data efetiva da adesão, confirmando-se assim a eficiência semiforte do mercado de capitais brasileiro.
Carvalho e Pennacchi (2006)		Encontraram evidência de retornos anormais em torno da data de migração para um dos níveis de governança corporativa de uma empresa que já possuía ação listada em bolsa, só que no mercado tradicional.
Lima e Terra (2004)	Analisar a reação do mercado à adesão às regras de GC.	Concluíram que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de GC, apesar de a adesão às regras da Bovespa não ter produzido uma reação diferenciada significativa no mercado.
Batistella <i>et al.</i> (2004)	Analisar o impacto da adesão ao Nível 1 de GC da Bovespa sobre: a quantidade média, o volume médio (\$) e o preço médio das ações.	Concluíram que não ocorreu uma maior valorização das companhias que adotaram diferenciadas práticas de governança.
	Investigar se a estrutura de governança foi relevante para o valor das companhias abertas no Brasil entre 1998 e 2000.	Encontraram evidências de que, em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado.
Comerlato, Terra e Braga (2002)	Avaliar se houve uma reação positiva do mercado de capitais brasileiro à adesão ao Nível 1 de GC da Bovespa, por meio de um estudo de eventos.	Constataram que a adesão formal das empresas da amostra ao Nível 1 foi em média estatisticamente insignificante, o que indicava o não reconhecimento pelo mercado de capitais brasileiro das novas regras de GC.
Aguiar, Corrar e Batistella (2004)	Analisar o impacto da adesão ao Nível 1 de GC sobre o comportamento das ações na Bovespa.	Concluíram que não ocorreram mudanças positivas significativas com a migração para o Nível 1.
Carvalho (2003)	Analisar o impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações na Bovespa.	Concluiu que a migração para os níveis de GC teve impacto sobre a valorização das ações, além de haver identificado um aumento no volume de negociação e na liquidez e uma redução da exposição a fatores macroeconômicos

Fonte: Compilado pelos autores.

De uma maneira geral, as pesquisas sobre o tema no mercado brasileiro sinalizam, apesar de muitos resultados serem ainda inconclusivos, que a adesão aos NDGC, ao não resultar no aumento do retorno acionário, não causou o impacto esperado sobre o comportamento das ações no mercado. As exceções foram Carvalho (2003) e Nakayasu (2006), que encontraram uma reação positiva do mercado quando do anúncio da adesão.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva. Conforme assinala Gil (2002), a pesquisa descritiva tem como objetivo principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno, ou então o estabelecimento de relações entre variáveis. Trata-se, também, de uma pesquisa quantitativa, baseada em dados secundários, cujo

objetivo foi identificar e descrever o impacto de determinado evento (adesão aos NDGC) sobre o comportamento das ações no mercado, mais especificamente sobre o retorno acionário anormal (RAA) e sobre a liquidez, identificada pela quantidade de negociações (QNegs), quantidade de títulos (QTits) e volume negociado (Vol).

As unidades de análise foram companhias de capital aberto brasileiras com ações negociadas na Bovespa, enquanto as unidades de observação foram ações de empresas que aderiram aos NDGC no período analisado. As informações sobre a cotação das ações e do Ibovespa (*proxy* do retorno de mercado) foram obtidas do banco de dados Economatica, enquanto as informações sobre as empresas listadas nos NDGC foram obtidas do *site* da Bovespa. No cálculo das variáveis, foram utilizadas cotações de fechamento diárias, em real, ajustadas por proventos e dividendos. Os testes foram realizados com uma amostra de ações preferenciais (PN), tanto em sua totalidade quanto de forma segmentada nos Níveis I e II, e também ordinárias (ON), para encontrar diferenças no impacto causado pela GC.

A amostra da pesquisa foi composta de 32 empresas (ações preferenciais), sendo 27 do Nível 1 e 5 do Nível 2, e 17 (ações ordinárias), sendo 15 do Nível 1, uma do Nível 2 e uma do NM. O corte transversal da pesquisa abrangeu o período compreendido entre os anos de 2001 e 2004 e considerou a data de adesão das empresas.

A pesquisa pode ser dividida em duas análises: uma do impacto da adesão aos NDGC sobre o retorno acionário anormal (RAA) e a outra do seu impacto sobre a liquidez das ações no mercado (QNegs, QTits e Vol). A primeira análise foi empreendida por meio de um estudo de evento, descrito a seguir.

3.1. Descrição do Método: Estudo de Evento

Um estudo de evento consiste em utilizar um modelo de geração de retorno acionário considerado padrão (retorno normal), o qual é tido como o retorno que o título teria caso o evento não ocorresse. Depois disso, para 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.

Como o foco de um Estudo de Evento é analisar o retorno anormal dos títulos (RA_{it}) ao redor de determinado evento, dado um modelo de determinação de retornos normais, matematicamente tem-se:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1),$$

no qual R_{it} é o retorno observado para a empresa i ; $E(R_{it})$ é o retorno calculado pelo modelo; e t é o tempo do evento.

Em um Estudo de Evento a maior preocupação é a análise da extensão com que o desempenho dos preços de títulos ao redor do evento tem sido anormal. Isto é, a extensão pela qual o retorno do título é diferente do retorno normal de um título calculado por um modelo de equilíbrio de determinação de retornos normais (BROWN; WARNER, 1980).

3.1.1. Operacionalização da Pesquisa

O estudo seguiu as etapas de um Estudo de Evento descritas por Campbell, Lo e Mackinlay (1997):

- i) definição do evento a ser estudado: adesão aos NDGC;
- ii) definição dos critérios de seleção da amostra, bem como do período de estudo;

O objetivo, inicialmente, era utilizar todas as empresas que aderiram, a partir de 2001, aos NDGC. Mas em razão das inconsistências dos dados, algumas empresas foram excluídas. Os principais critérios para a seleção das empresas foram: 1. baixa liquidez; 2. número mínimo de observações (acima de 252 observações antes e após a adesão); 3. sobreposição de janelas para empresas com mais de um programa; e 4. ausência de dados antes ou após a adesão. Com o uso desses critérios, a amostra final foi formada pelas empresas constantes da Tabela 1.

Tabela 1: Amostra da Pesquisa (Ordem Cronológica de Adesão por Nível)

Ações Preferenciais					Ações Ordinárias				
Nº	Empresa	Adesão	Nível	Código	Nº	Empresa	Adesão	Nível	Código
1	Bradesco	26/06/01	I	BBDC4	1	Bradesco	26/06/01	I	BBDC3
2	Itaubanco	26/06/01	I	ITAU4	2	Itaubanco	26/06/01	I	ITAU3
3	Itausa	26/06/01	I	ITSA4	3	Itausa	26/06/01	I	ITSA3
4	Gerdau	26/06/01	I	GGBR4	4	Gerdau*	26/06/01	I	GGBR3
5	Perdigão	26/06/01	I	PRGA4	5	Unibanco	26/06/01	I	UBBR3
6	Randon Part	26/06/01	I	RAPT4	6	Cemig	17/10/01	I	CMIG3
7	Sadia	26/06/01	I	SDIA4	7	Aracruz	16/04/02	I	ARCZ3
8	Weg	26/06/01	I	WEGE4	8	Brasil Telecom	09/05/02	I	BRTO3
9	Unibanco	26/06/01	I	UBBR4	9	Brasil Tel. Part.	09/05/02	I	BRTP3
10	Unibanco Holding	26/06/01	I	UBBR11	10	Transm Paulista	18/09/02	I	TRPL3
11	Cemig	17/10/01	I	CMIG4	11	Rossi Res.*	05/02/03	I	RSID3
12	Ripasa	12/11/01	I	RPSA4	12	Gerdau Met.*	25/06/03	I	GOAU3
13	Votorantin (VCP)	14/11/01	I	VCPA4	13	Alpargatas*	15/07/03	I	ALPA3
14	Aracruz	16/04/02	I	ARCZ6	14	Vale do Rio Doce	12/12/03	I	VALE3
15	Brasil Telecom	09/05/02	I	BRTO4	15	Unipar*	24/11/04	I	UNIP6
16	Brasil Tel. Part.	09/05/02	I	BRTP4	16	Eternit*	02/03/05	II	ETER3
17	Transm Paulista	18/09/02	I	TRPL4	17	Sabesp	24/04/02	NM	SBSP3
18	Klabin	10/12/02	I	KLBN4					
19	Braskem	13/02/03	I	BRKM5					
20	Mangels Indl.	21/03/03	I	MGEL4					
21	CBD (P. Açúcar)	29/04/03	I	PCAR4					
22	Gerdau Met.	25/06/03	I	GOAU4					
23	Alpargatas	15/07/03	I	ALPA4					
24	Vale do Rio Doce	12/12/03	I	VALE5					
25	Confab	19/12/03	I	CNFB4					
26	Suzano Papel*	05/08/04	I	SUZB5					
27	Unipar*	24/11/04	I	UNIP6					
28	Celesc	26/06/02	II	CLSC6					
29	Net	27/06/02	II	NETC4					
20	Marcopolo	03/09/02	II	POMO4					
31	Suzano Petr.*	25/11/04	II	SZPQ4					
32	Eletropaulo*	13/12/04	II	ELPL4					

(*) empresa participante somente das janelas inferiores a 252 dias (-252 a +252)

Fonte: Elaborada pelos autores com dados coletados no *site* da Bovespa (<http://www.bovespa.com.br>).

iii) identificação, para cada empresa, da data de ocorrência do evento (data zero): dia da adesão, divulgado pela Bovespa;

iv) definição da janela do evento – período anterior e posterior à data zero para observação do retorno acionário anormal;

A análise do impacto da adesão aos NDGC sobre o RAA e sobre a liquidez das ações no mercado foi

realizada por meio da comparação de médias de períodos (janelas) anteriores e posteriores à adesão. A idéia era analisar o impacto da adesão aos NDGC sobre a negociação das ações em períodos aproximados de dois anos, um ano, seis, três e um mês. Para isso, foram utilizadas janelas compostas de 504, 252, 126, 63, 21 dias de negociação anteriores e posteriores, conforme a Tabela 2:

Tabela 2: Janelas de Estudos

Período Aproximado	Período	Janelas	Dias Relativos		
			Anteriores	Bovespa	Posteriores
2 anos	Longo Prazo	1	[-504,-1]	0	[+1,+504]
1 ano	Médio Prazo	2	[-252,-1]	0	[+1,+252]
6 meses	Curto Prazo	3	[-126,-1]	0	[+1,+126]
3 meses	Curto Prazo	4	[-63,-1]	0	[+1,+63]
1 mês	Curto Prazo	5	[-21,-1]	0	[+1,+21]

Fonte: Elaborada pelos autores.

Faz-se aqui a ressalva de que a delimitação das janelas em um estudo de evento se dá de maneira subjetiva, baseada nos objetivos do pesquisador e nos dados disponíveis. Além disso, quando se trabalhou com as janelas de evento acima, principalmente com as mais longas (504 e 252 dias), certamente outros eventos das empresas analisadas foram capturados, mas teriam o seu efeito diluído quando da acumulação do RAA.

v) definição do modelo econométrico/estatístico e cálculo dos retornos esperados ou normais, bem como dos retornos anormais;

O retorno anormal (RA_{it}) foi calculado utilizando-se o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado, descrito por Camargos e Barbosa (2003), que consiste em encontrar a diferença do retorno da ação em relação ao retorno do índice de mercado (Ibovespa) em uma mesma data por meio da forma logarítmica. O uso do logaritmo natural visa obter uma melhor aderência à distribuição normal dos retornos, premissa dos testes estatísticos paramétricos, conforme assinalam Soares, Rostagno e Soares (2002). O modelo seria:

$$RA_{it} = LN \left(\frac{\frac{P_{t+1}}{P_{t_0}}}{\frac{I_{t+1}}{I_{t_0}}} \right) \quad (2),$$

que pode ser reescrito como:

$$RA_{it} = LN \left(\frac{P_{t+1}}{P_{t_0}} \right) - LN \left(\frac{I_{t+1}}{I_{t_0}} \right) \quad (3),$$

sendo: P_{t_0} a cotação da ação em uma data base; P_{t+1} a cotação da ação no mercado em um dia t posterior; I_{t_0} a cotação do índice de mercado em

uma data base; I_{t+1} a cotação do índice de mercado em um dia t posterior.

A utilização de um modelo de geração de retornos mais simples fundamenta-se no critério da parcimônia, pois, segundo Brown e Warner (1980, 1985), não há melhorias significativas no uso de metodologias mais sofisticadas. O Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado é o mais utilizado em pesquisas norte-americanas e apresenta um desempenho similar ao dos modelos mais sofisticados. Utilizando dados do mercado brasileiro, Kloeckner (1995) concluiu que é indiferente optar por um ou outro modelo gerador de retornos normais, sugerindo que a adoção de um modelo mais simples, como o utilizado nesta pesquisa, não implica prejuízos nos resultados e conclusões.

Comumente, o RA é utilizado em estudos de eventos corporativos como uma medida da criação de valor, na perspectiva de um mercado eficiente, no qual ao preço das ações no mercado (secundário) são incorporados todos os eventos e estratégias relevantes tornados públicos, sob a hipótese da eficiência de mercado. Nesse sentido, quando a adesão aos NDGC é percebida pelos investidores como uma estratégia potencial de elevação do desempenho das empresas envolvidas, há a sua incorporação no preço das ações, o que resulta na sua valorização no mercado e, conseqüentemente, na valorização da riqueza dos acionistas.

vi) tratamento estatístico dos dados (significantes e estatisticamente diferentes de zero) e teste de hipóteses;

Uma vez calculados os retornos anormais, estes foram acumulados (somados) em cada um dos dias relativos para todas as empresas; em seguida, procedeu-se aos testes estatísticos. A agregação dos retornos anormais foi feita pela técnica do Retorno

Anormal Acumulado (RAA), conforme assinalado por Campbell *et al.* (1997), com os retornos sendo acumulados pelos títulos (equação 4) e no tempo (equação 5):

$$RAA_{it} = \sum_{i=1}^n RA_{it} \quad (4) \quad e$$

$$\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n RAA_i(t_1, t_2) \quad (5)$$

RAA_{it} = retorno acionário anormal da empresa i no dia t ; n = número de empresas; $\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)}$ = média do RAA para todas as empresas no período t entre os dias t_1 e t_2 (janelas).

vii) interpretação dos resultados e conclusões: descritas nas próximas seções.

3.2. Análise do Impacto da Adesão aos NDGC Sobre o Retorno Acionário Anormal

A análise do impacto da adesão aos NDGC sobre o retorno acionário foi realizada por meio da comparação de médias de períodos (janelas) anteriores e posteriores à data zero (divulgação do evento), descritas anteriormente.

3.2.1. Hipótese Testada na Análise do Retorno Acionário Anormal

H1 – a média dos retornos anormais das janelas anteriores à adesão aos NDGC é estatisticamente igual à média dos retornos anormais das janelas posteriores ($RA_{it(anterior)} = RA_{it(posterior)}$).

Uma vez identificadas diferenças nas médias, procedeu-se ao estudo dos seus sinais. Se a média do período posterior fosse estatisticamente diferente e maior do que a do período anterior poder-se-ia concluir que a adesão teve um impacto positivo sobre o retorno acionário e que, conseqüentemente, houve criação de riqueza para os acionistas. Caso contrário, concluir-se-ia que a adesão aos NDGC não teve o impacto esperado sobre a negociação e, conseqüentemente, não resultou em ganhos para os acionistas.

3.3. Análise do Impacto da Adesão aos NDGC Sobre o Comportamento das Ações no Mercado

A análise do impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações no mercado foi realizada de maneira semelhante à do retorno anormal, utilizando as mesmas janelas descritas na Tabela 2, e também por meio da comparação do somatório das médias de períodos (janelas) anteriores e posteriores à adesão.

Para isso, os valores das três variáveis, QNegs, QTits e Vol, foram acumulados (somados) em cada um dos dias relativos para todas as empresas. Calculou-se, então, a média das janelas anteriores e posteriores à adesão e realizaram-se em seguida os testes estatísticos. Isso significa dizer que tais valores foram acumulados no tempo (em cada dia da janela) e pelos títulos (média do somatório de cada janela), conforme as equações 6 e 7.

$$VAR_{it} = \sum_{i=1}^n Valor_{it} \quad (6) \quad e$$

$$\overline{VAR}_{it(t_1, t_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n Valor_i(t_1, t_2) \quad (7),$$

sendo: VAR_{it} = variável i no dia t ; n = número de empresas; $Valor$ = valor de cada variável i no dia t ; $\overline{VAR}_{it(t_1, t_2)}$ = média da variável i no período t entre os dias t_1 e t_2 (janelas).

3.3.1. Hipóteses Testadas para a Análise do Impacto Sobre o Comportamento das Ações no Mercado

H2 – a quantidade média de ações negociadas das empresas que aderiram aos NDGC não sofreu mudanças significativas após a adesão;

H3 – a quantidade média de títulos negociados das empresas que aderiram aos NDGC não sofreu mudanças significativas após a adesão;

H4 – o volume financeiro negociado das empresas que aderiram aos NDGC não sofreu mudanças significativas após a adesão;

H5 – o nível II e as ações ordinárias apresentam um impacto maior (aumento do RAA e da liquidez) se comparados ao nível 1 e às ações preferenciais quando da adesão aos NDGC.

Essas hipóteses seriam rejeitadas se em pelo menos uma das janelas analisadas fossem encontrados resultados com significância estatística.

Assim como no RAA, o teste estatístico foi feito por meio da comparação da média de janelas anteriores à adesão aos NDGC com a média de janelas posteriores, para cada uma das variáveis ($\overline{VAR}_{i (anterior)} \neq \overline{VAR}_{i (posterior)}$). Se fosse identificada diferença nas médias, proceder-se-ia ao estudo dos seus sinais. Se a média do período posterior fosse estatisticamente diferente e maior do que a do período anterior, poder-se-ia concluir que a adesão teve um impacto positivo (esperado) sobre as variáveis, uma vez que, conforme preconizado pela teoria de Finanças, um dos principais objetivos da adesão dos NDGC é o aumento da valorização acionária e da liquidez. Caso contrário, poder-se-ia concluir que a adesão aos NDGC não teve o impacto esperado sobre a liquidez por não proporcionar um aumento em nenhuma das suas variáveis sinalizadoras: QNegs, QTits e Vol.

Destaca-se que os testes das hipóteses acima foram realizados para a amostra toda e para subamostras dos Níveis I e II de GC das ações preferenciais, além de para a amostra toda das ações ordinárias, com o objetivo de identificar se havia diferenças na adesão aos níveis e entre esses dois tipos de ações. A amostra para as ações ordinárias não foi segmentada em razão do baixo número de empresas de cada segmento analisado. Parte-se da premissa de que o nível II e as ações ordinárias apresentam maior impacto sobre o retorno acionário anormal e sobre o comportamento das ações no mercado, por causa da maior transparência deste último nível e porque o regulamento dos NDGC determina/estimula a circulação dessas últimas ações.

Nos testes das hipóteses acima foi utilizado o “teste t”, com nível de significância de 5% ($p\text{-value} < 0,05$). Esses testes foram efetuados após ser confirmada a normalidade das séries de retornos anormais. O *software* utilizado para a preparação dos dados e o cálculo dos retornos anormais foi o *Microsoft Excel* versão *Office-2003*, enquanto os testes estatísticos foram efetuados utilizando-se o *Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)*, versão 13.0.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente será apresentado o resultado dos testes para o RAA e depois para as variáveis QNegs, QTits e Vol. No teste de comparação das médias, rejeita-se a nula ($\mu_{anterior} = \mu_{posterior}$) a um nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$) se o valor calculado ($p\text{-value}$) for menor que o valor de α ($p\text{-value} < \alpha$), podendo-se então dizer que a média das variáveis no período anterior é diferente da média das variáveis no período posterior; no caso contrário, são iguais.

4.1. Resultados da Análise do Retorno Acionário Anormal (RAA)

Como se pode observar na Tabela 3, o RAA para a amostra toda (32 empresas), considerando-se as ações preferenciais, em nenhuma das cinco janelas analisadas tem a média anterior estatisticamente diferente da posterior, a um nível de significância de 5%. Dessa maneira, não se rejeita H_1 . Conclui-se daí que a adesão aos NDGC, de maneira geral, não proporcionou um aumento dos RAA e, conseqüentemente, não teve um impacto positivo para os acionistas. Ou seja, não resultou em criação de riquezas para eles.

A suposição de que o nível II, que exige maior grau de transparência do que o nível I, teria um impacto mais significativo sobre o RAA também não foi confirmada pelos testes, tendo em vista que em praticamente todas as janelas de análise desses níveis não se rejeitou a hipótese de igualdade das médias, com exceção da janela (-252, +252) para o nível II, que, apesar de apresentar médias diferentes estatisticamente, mostra uma média posterior menor do que a anterior. Os resultados, pelo contrário, fornecem indícios de que o nível I possivelmente teria proporcionado RAA maior do que o nível II, pois em todas as janelas do nível I observa-se que a média posterior é maior do que a média anterior (sem significância estatística), enquanto nas empresas do nível II ocorre o contrário. Rejeita-se, portanto, H_5 .

Tabela 3: Teste de Médias para o Retorno Acionário Anormal para Ações Preferenciais (RAA_PN)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I e II	27*	13608	0,00054	0,03002	0,3589	0,71970	Não
			13608	0,00042	0,02483			
2	I e II	31	7812	0,00076	0,03057	-0,03213	0,97437	Não
			7812	0,00078	0,02652			
3	I e II	31	3906	0,00057	0,03160	-0,12360	0,90163	Não
			3906	0,00065	0,02974			
4	I e II	31	1953	0,00078	0,03471	-0,24667	0,80518	Não
			1953	0,00104	0,03087			
5	I e II	31	651	0,00017	0,03361	0,17555	0,86068	Não
			651	-0,00013	0,02798			
1	I	24*	12096	0,00063	0,03005	-0,21228	0,83189	Não
			12096	0,00070	0,02302			
2	I	26	6552	0,00078	0,03044	-1,33587	0,18161	Não
			6552	0,00143	0,02476			
3	I	26	3276	0,00067	0,03180	-0,93006	0,35238	Não
			3276	0,00134	0,02654			
4	I	26	1638	0,00093	0,03499	-1,25250	0,21048	Não
			1638	0,00231	0,02723			
5	I	26	546	0,00028	0,03206	-0,46809	0,63982	Não
			546	0,00109	0,02428			
1	II	3*	1512	-0,00002	0,02987	1,27636	0,20190	Não
			1512	-0,00131	0,03396			
2	II	5	1260	0,00065	0,03128	2,51438	0,01199	Sim
			1260	-0,00262	0,03406			
3	II	5	630	0,00005	0,03054	1,42302	0,15500	Não
			630	-0,00292	0,04252			
4	II	5	315	0,00000	0,03327	1,75734	0,07939	Não
			315	-0,00553	0,04482			
5	II	5	105	-0,00041	0,04088	1,05968	0,29052	Não
			105	-0,00646	0,04191			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados dos testes para as ações ordinárias (17 empresas) indicam que a adesão aos NDGC também não proporcionou um aumento do RAA e, conseqüentemente, não teve um impacto positivo para os acionistas, não resultando, portanto, em criação de riqueza para eles. Constatou-se que o RAA para as ações ordinárias em nenhuma das cinco janelas analisadas tem a média anterior estatisticamente diferente da posterior, a um nível

de significância de 5%. Dessa maneira, não se rejeita H_1 . Somente a janela (-504, +504) apresentou significância estatística, mas a média posterior é menor do que a média anterior, conforme a Tabela 4.

Tabela 4: Teste de Médias para o Retorno Acionário Anormal Ações Ordinárias (RAA_ON)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I, II, NM	11*	5544	0,00142	0,04235	2,51329	0,01197	Sim
			5544	-0,00012	0,02957			
2	I, II, NM	17	4284	0,00150	0,04315	1,33704	0,18124	Não
			4284	0,00040	0,03190			
3	I, II, NM	17	2142	0,00247	0,04165	1,44401	0,14881	Não
			2142	0,00077	0,03513			
4	I, II, NM	17	1071	0,00320	0,04428	1,50984	0,13123	Não
			1071	0,00051	0,03786			
5	I, II, NM	17	357	0,00234	0,04422	0,51659	0,60560	Não
			357	0,00057	0,04731			

Fonte: Elaborada pelos autores.

4.2. Resultados do Impacto da Adesão aos NDGC Sobre a Liquidez das Ações no Mercado

A análise dos resultados dos testes para a variável QNegs está resumida no Quadro 3:

Quadro 3: Resumo das Constatações/Conclusões para a Variável Quantidade de Negociações (QNegs)

Nível	Constatação	Conclusão
I e II	Nas janelas (-504,+504), (-252,+252), (-126,+126) e (-63,+63) as médias posteriores são estatisticamente diferentes e maiores do que as anteriores, a um nível de significância de 1%. A adesão aos NDGC influenciou a quantidade de ações negociadas.	A adesão aos NDGC, seja a curto, médio ou longo prazo, proporcionou um aumento da liquidez acionária, conforme é preconizado pela teoria de Finanças (rejeita-se H_2).
I	A médio/longo prazo, a adesão aos NDGC teve um impacto sobre a quantidade de ações negociadas, haja vista que nas janelas (-504,+504), (-252,+252) e (-126,+126) as médias posteriores são maiores e estatisticamente diferentes das anteriores, a um nível de significância de 1%.	A adesão a este nível, a médio/longo prazo, proporcionou um aumento da liquidez acionária (rejeita-se H_2).
II	A adesão aos NDGC teve um impacto sobre a quantidade de ações negociadas, haja vista que nas janelas (-504,+504), (-126,+126) e (-63,+63) as médias posteriores são maiores e estatisticamente diferentes das anteriores, a um nível de significância de 1%.	A adesão a este nível proporcionou um aumento da liquidez acionária (rejeita-se H_2).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Tabela 5: Teste de Médias Variável Quantidade de Negociações Ações Preferenciais (QNegs_PN)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I e II	27*	13608	128,572	177,256	-30,7084	0,00000	Sim
			13608	225,770	339,134			
2	I e II	31	7812	134,753	181,079	-	0,00000	Sim
			7812	168,537	218,123			
3	I e II	31	3906	136,222	179,278	-4,78764	0,00000	Sim
			3906	157,046	204,342			
4	I e II	31	1953	132,414	172,267	-2,74095	0,00615	Sim
			1953	147,910	180,963			
5	I e II	31	651	136,496	167,067	-0,24556	0,80606	Não
			651	138,854	179,203			
1	I	24*	12096	118,413	160,615	-	0,00000	Sim
			12096	224,373	347,250			
2	I	26	6552	127,114	168,402	-	0,00000	Sim
			6552	164,863	224,378			
3	I	26	3276	132,935	177,552	-3,02541	0,00249	Sim
			3276	147,046	199,351			
4	I	26	1638	129,604	172,527	-0,87078	0,38394	Não
			1638	134,770	166,954			
5	I	26	546	130,709	163,910	0,61724	0,53721	Não
			546	124,808	151,788			
1	II	3*	1512	192,063	248,819	-5,05589	0,00000	Sim
			1512	234,503	283,102			
2	II	5	1260	174,473	232,349	-1,58689	0,11266	Não
			1260	187,641	181,045			
3	II	5	630	153,313	187,217	-4,82285	0,00000	Sim
			630	209,046	221,545			
4	II	5	315	147,022	170,438	-4,29716	0,00002	Sim
			315	216,238	229,514			
5	II	5	105	166,590	180,457	-1,42510	0,15563	Não
			105	211,895	271,206			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quando analisados em seu conjunto, os resultados do impacto da adesão aos NDGC sobre a quantidade de negociações sinalizam que ocorreu um aumento da quantidade de negociações após a adesão, com significância estatística, para 10 dos 15 testes realizados. Além disso, constatou-se que o nível II não apresentou evidências de um impacto maior na liquidez quando comparado com o nível I,

mas somente indícios, uma vez que esses dois níveis apresentaram significância em três janelas cada e em todas as janelas do NII ocorreu um aumento da média da quantidade de negociações, enquanto nas janelas do nível I isso foi observado somente para quatro de cinco delas. Rejeita-se, portanto, H_5 .

Tabela 6: Teste de Médias para a Variável Quantidade de Negociações Ações Ordinárias (QNegs_ON)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I, II, NM	11*	7056	34,515	57,150	-17,2433	0,00000	Sim
			7056	63,087	126,914			
2	I, II, NM	17	4284	28,721	51,158	-9,07215	0,00000	Sim
			4284	42,797	87,721			
3	I, II, NM	17	2142	30,497	57,452	-3,59073	0,00033	Sim
			2142	37,929	76,657			
4	I, II, NM	17	1071	31,312	60,052	-1,54034	0,12363	Não
			1071	35,923	77,392			
5	I, II, NM	17	357	32,406	62,390	-1,04837	0,29482	Não
			357	38,922	99,479			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme resultados apresentados na Tabela 6, nas janelas (-504,+504), (-252,+252) e (-126,+126) as médias posteriores são estatisticamente diferentes e maiores do que as anteriores, a um nível de significância de 1%. A adesão aos NDGC influenciou a quantidade de ações ordinárias negociadas, proporcionando um aumento da liquidez acionária, conforme preconizado pela teoria de Finanças. Rejeita-se, portanto, H_2 .

Os resultados para a variável QTits, para as ações preferenciais (Tabela 7), indicam que somente no

longo prazo a adesão aos NDGC teve um impacto sobre a quantidade de ações negociadas, haja vista que na janela (-504, +504) a média posterior é maior e estatisticamente diferente da anterior, a um nível de significância de 1%, tanto para a amostra toda como para os níveis I e II. Pode-se concluir que a adesão aos NDGC proporcionou um aumento da liquidez acionária somente no longo prazo. Rejeita-se, portanto, H_3 .

Tabela 7: Teste de Médias para a Variável Quantidade de Títulos Ações Preferenciais (QTits_PN)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I e II	27*	13608	76038271,5	254174987,8	-3,1281	0,00176	Sim
			13608	85783662,3	277958700,8			
2	I e II	31	7812	74316758,6	250635209,8	0,11218	0,91068	Não
			7812	73872731,3	244082720,5			
3	I e II	31	3906	76315045,8	256980973,5	0,66185	0,50808	Não
			3906	72631334,4	234433109,8			
4	I e II	31	1953	63717226,7	197859848,1	-	0,44814	Não
			1953	68834948,9	223019009,1			
5	I e II	31	651	65801842,2	193262798,8	1,27503	0,20253	Não
			651	53261192,6	160081659,8			
1	I	24*	12096	86846418,7	272052549,3	-	0,00215	Sim
			12096	97866134,7	297442330,8			
2	I	26	6552	86135026,5	271817296,8	0,07473	0,94043	Não
			6552	85784835,4	264552975,2			
3	I	26	3276	88828597,6	278687799,0	0,72923	0,46589	Não
			3276	84023259,7	254138606,4			
4	I	26	1638	73854689,4	214335605,5	-	0,47277	Não
			1638	79587077,5	241767528,7			
5	I	26	546	75887672,8	209201233,7	1,27058	0,20415	Não
			546	61117258,4	173263580,1			
1	II	3*	1512	8487351,8	22775296,3	-	0,01608	Sim
			1512	10268210,3	24161188,7			

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
2	II	5	1260	12861765,6	27890895,1	0,81527	0,41499	Não
			1260	11929790,4	29472647,4			
3	II	5	630	11244576,3	23371762,9	-	0,13108	Não
			630	13393322,9	26983188,7	1,51083		
4	II	5	315	11002420,6	23327092,5	-	0,33921	Não
			315	12923880,6	26965356,6	0,95646		
5	II	5	105	13355522,9	27987801,1	0,24081	0,80994	Não
			105	12409650,5	28925702,6			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Assim como nos resultados da variável QNegs, a suposição de que o nível II teria proporcionado um maior impacto sobre a liquidez, se comparado com o nível I, também não foi constatada para a variável QTits, pois ambos os níveis apresentaram média posterior estatisticamente diferente e maior do que a anterior somente para a janela (-504,+504). Rejeita-se, portanto, H_5 .

Já para as ordinárias (Tabela 8), apesar da significância estatística, a média posterior é menor do que a média anterior, o que indica que a adesão aos NDGC não proporcionou o resultado esperado na variável quantidade de títulos, confirmando-se assim H_4 para essas ações.

Tabela 8: Teste de Médias para a Variável Quantidade de Títulos Ações Ordinárias (QTits_ON)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I, II, NM	11*	7056	18978700,6	65375692,7	4,90600	0,00000	Sim
			7056	14484370,0	40589984,6			
2	I, II, NM	17	4284	11106278,3	38652468,2	-	0,93933	Não
			4284	11165507,9	33174435,1	0,07611		
3	I, II, NM	17	2142	11133425,5	40529838,7	-	0,98089	Não
			2142	11160968,9	34479054,3	0,02396		
4	I, II, NM	17	1071	9977432,6	32167165,8	-	0,15366	Não
			1071	12151406,2	38081114,9	1,42723		
5	I, II, NM	17	357	11581268,8	38609103,7	-	0,68417	Não
			357	12763882,9	39042951,7	0,40694		

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados dos testes para a variável Vol revelam que a médio e longo prazo a adesão aos NDGC influenciou o volume negociado, tanto para a amostra toda como para o nível I, das ações preferenciais (Tabela 9) nas janelas (-504,+504), (-252,+252) e (-126,+126) e das ações ordinárias (Tabela 10) nas janelas (-504,+504) e (-252,+252), nas quais as médias posteriores foram maiores e, estatisticamente, diferentes das anteriores, a um nível de significância de 1%. Pode-se concluir daí que a adesão aos NDGC (PN e ON) e ao Nível I (PN) teve um impacto positivo sobre o volume negociado, contribuindo assim para o aumento da liquidez acionária, rejeitando-se, portanto, H_4 . Já quando se analisa o resultado para o Nível II, constata-se que a longo prazo a adesão a este nível

teve um impacto sobre o volume negociado, mas contrário ao esperado, pois em duas janelas (-504,+504) e (-252,+252) a média anterior é maior e estatisticamente diferente da posterior, a um nível de significância de 1%. Conclui-se daí que a adesão este nível, a longo prazo, não proporcionou um aumento da liquidez acionária, não se rejeitando, portanto, H_4 .

Além disso, assim como nos resultados das variáveis QNegs e QTits, não se pode dizer que o nível II tenha apresentado um impacto maior na liquidez quando se considera a variável Vol, pois ocorreu o inverso, ou seja, o nível I apresentou impactos positivos em 3 das 5 janelas analisadas e o nível II apresentou impactos negativos em duas das cinco janelas analisadas. Rejeita-se, portanto, H_5 .

Tabela 9: Teste de Médias para a Variável Volume Negociado: Ações Preferenciais (Vol_PN)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I e II	27*	13608	4637678,3	8223462,1	-20,2561	0,00000	Sim
			13608	7842363,5	17268832,2			
2	I e II	31	7812	4415865,7	7597846,6	-8,43375	0,00000	Sim
			7812	5671931,7	10749500,2			
3	I e II	31	3906	4597196,3	7996017,8	-3,26616	0,00109	Sim
			3906	5275908,6	10233764,1			
4	I e II	31	1953	4441544,5	8145607,7	-1,42531	0,15415	Não
			1953	4839854,2	9282678,0			
5	I e II	31	651	4943131,4	9838859,2	0,60057	0,54823	Não
			651	4626092,9	9198411,0			
1	I	24*	12096	4583702,2	8075155,9	-	0,00000	Sim
			12096	8494664,9	18382989,7	21,86451		
2	I	26	6552	4662518,5	7950745,4	-9,35515	0,00000	Sim
			6552	6284034,3	11559691,4			
3	I	26	3276	4967315,6	8526246,9	-3,40808	0,00066	Sim
			3276	5797386,4	11029041,9			
4	I	26	1638	4833722,2	8745592,1	-1,29792	0,19441	Não
			1638	5259642,3	9995191,2			
5	I	26	546	5391462,6	10607980,7	0,58955	0,55562	Não
			546	5026067,2	9859564,1			
1	II	3*	1512	4975028,8	9090683,6	5,10111	0,00000	Sim
			1512	3765479,3	5541321,6			
2	II	5	1260	3133271,4	5221019,7	3,77172	0,00017	Sim
			1260	2488998,3	3083147,8			
3	II	5	630	2672575,8	3741775,5	0,57888	0,56277	Não
			630	2564223,7	2840968,8			
4	II	5	315	2402220,5	2958561,4	-1,06901	0,28548	Não
			315	2656956,0	3022165,3			
5	II	5	105	2611809,2	2963197,2	0,14023	0,88862	Não
			105	2546226,3	3766549,9			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 10: Teste de Médias para a Variável Volume Negociado: Ações Ordinárias Vol_ON)

Janelas	Nível	Quant. Empresas	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	T	P-value	Rejeitar H_0
1	I, II, NM	11*	7056	1534799,2	5864072,8	-	0,00000	Sim
			7056	2592567,7	8666519,3	8,49124		
2	I, II, NM	17	4284	1250603,8	6252987,8	-	0,02603	Sim
			4284	1539692,4	5757278,3	2,22612		
3	I, II, NM	17	2142	1547640,3	8198179,9	0,07644	0,93907	Não
			2142	1530157,5	6695777,0			
4	I, II, NM	17	1071	1436194,7	6286137,6	-	0,77640	Não
			1071	1503997,2	4637372,7	0,28405		
5	I, II, NM	17	357	1532353,0	5951503,4	-	0,65135	Não
			357	1723135,5	5306643,9	0,45207		

Fonte: Elaborada pelos autores.

Antes de expor as conclusões, é válido frisar que uma das principais contribuições deste trabalho é a representatividade da amostra e as comparações realizadas entre os seus segmentos e entre as ações ON e PN. Tal fato reforça os resultados encontrados, no sentido de contribuir para a discussão dos efeitos ou benefícios da implantação ou melhoria das práticas de GC por empresas de países emergentes como o Brasil. Nesse sentido, os resultados se juntam aos de outros trabalhos que explicam o efeito dessas práticas no comportamento do preço das ações das empresas emissoras no mercado.

No contexto específico deste trabalho, os resultados dos testes realizados apresentam certa dicotomia. Por um lado, a constatação de que a adesão aos NDGC resulta no aumento da liquidez corrobora a Teoria de Finanças, tendo em vista os benefícios esperados que contribuem para o seu aumento. Por outro, no entanto, os resultados encontrados de que adesão aos NDGC não resulta em valorização acionária contraria a Teoria de Finanças. Uma possível explicação para isso seria que, de maneira geral, os investidores do mercado brasileiro, aparentemente, não reconhecem as novas regras de governança corporativa como suficientes para causar um efeito significativo no retorno acionário; outra explicação poderia ser que as empresas que aderiram aos NDGC são empresas de porte extensivamente analisadas pelo mercado e, com um departamento de relações com investidores bastante desenvolvido, não necessitariam de um contrato formal das práticas de governança corporativa já exercidas voluntariamente por elas (COMERLATO; TERRA; BRAGA, 2002). Além disso, pesa também o fato de que a adesão ao nível I quando de sua criação deu-se por meio de convite da Bovespa após análise das empresas que apresentavam as exigências. Isso pode ter levado o mercado a interpretar essa migração “voluntária” como tendo importância menor do que teria.

Por fim, destaca-se que a principal contribuição deste trabalho talvez sejam os resultados obtidos sobre a liquidez acionária, pois se procedeu a uma análise aprofundada de três dos seus componentes para a mostra toda e para os dois níveis de GC da Bovespa, bem como utilizaram-se dois tipos de ação, comparando-os. Os resultados encontrados relativos ao aumento da liquidez são consistentes com os de Comerlato, Terra e Braga (2002), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Batistella *et al.* (2004),

Lima e Terra (2004) e Carvalho (2003), e se contrapõem aos deste último autor no que se refere à valorização acionária.

5. CONCLUSÃO

Neste artigo analisou-se o impacto da adesão aos NDGC da Bovespa sobre o comportamento das ações na Bovespa, para identificar se ocorreram mudanças significativas sobre o RAA e sobre a liquidez, esta identificada pelas variáveis QNegs, QTits e Vol em períodos próximos à adesão.

No que se refere ao retorno acionário, tanto para as ações PN como para as ON constatou-se que a adesão aos NDGC, de maneira geral, não proporcionou um aumento do RAA e, conseqüentemente, não teve um impacto positivo (esperado) para os acionistas. Ou seja, não resultou em criação de riqueza para eles no período analisado. Os resultados para as ações ordinárias sinalizaram, ao contrário, uma queda no RAA no longo prazo, com a média posterior sendo menor do que a média anterior. Além disso, foram encontrados indícios de que o nível I possivelmente teria proporcionado RAA maior do que nível II, contrariando os pressupostos teóricos. Os resultados dessa variável vão na mesma direção dos resultados encontrados por Lima e Terra (2004), Batistella *et al.* (2004), Comerlato, Terra e Braga (2002), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), e contrariam os de Silveira, Barros e Famá (2006), Nakayasu (2006) e Carvalho (2003), que encontraram uma reação positiva do mercado após a adesão.

Entretanto, foram encontrados aumentos da liquidez acionária para ações PN e ON após a adesão aos NDGC quando se consideram a quantidade de negociações e o volume negociado. Para a variável quantidade de títulos isso também foi observado, só que apenas para as ações PN, pois as ações ON apresentaram resultado contrário ao esperado: redução da média no período posterior. Além disso, não foram encontradas evidências de que o nível II teria apresentado maior impacto do que o nível I nas três variáveis sinalizadoras da liquidez acionária. Esse aumento da liquidez acionária é, sem dúvida, a contribuição mais importante deste trabalho, pois justifica por si só, em detrimento do RAA, o sucesso da política de implementação de mecanismos de governança externos à organização.

Em síntese, em relação às variáveis analisadas neste artigo no período selecionado, conclui-se que, de uma maneira geral, os objetivos de valorização e aumento da liquidez acionária esperados pela adesão aos NDGC: 1) não foram confirmados para as ações ordinárias, quando se avalia o aumento do retorno acionário anormal, uma vez que não foram encontradas diferenças estatísticas nas médias anteriores e posteriores, mas sim o contrário; 2) foram confirmados para as ações preferenciais quando se avalia o seu impacto sobre a liquidez no mercado, principalmente a longo prazo, com a média posterior sendo maior do que a anterior e com significância estatística em 9 e 4 de cada conjunto de 9 janelas analisadas, respectivamente; 3) também foram confirmados para as ações ordinárias, no longo prazo, que em duas das três janelas analisadas apresentou média posterior maior que a anterior e com significância estatística; 4) não foram confirmados no que se refere à maior liquidez esperada para o Nível II, quando comparado com o Nível I.

Uma explicação para o resultado do RAA, conforme Comerlato, Terra e Barros (2002), seria que, de maneira geral, o mercado brasileiro, aparentemente, não reconhece as novas regras de governança corporativa como suficientes para causar um efeito significativo nos retornos dessas ações; outra explicação poderia ser que as empresas que aderiram aos NDGC são empresas de porte extensivamente analisadas pelo mercado e, com um departamento de relações com investidores bastante desenvolvido, de certa forma não necessitariam de um contrato formal das práticas de governança corporativa já exercidas voluntariamente por elas. Por outro lado, o aumento da liquidez constatado pelos resultados indica que, apesar desse não reconhecimento, o mercado pelo menos passa a dar maior atenção aos títulos das empresas que aderiram aos NDGC.

Por fim, algumas ponderações devem ser mencionadas quando se analisam as conclusões acima: 1) o método do Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado, utilizado no cálculo dos retornos anormais, apesar de apresentar resultados semelhantes aos métodos mais sofisticados (BROWN; WARNER, 1980, 1985), pode causar discrepâncias na variação da ação em relação ao comportamento do mercado ao não levar em consideração o risco sistemático das ações das empresas utilizadas no estudo, mas isso não

inviabiliza os testes efetuados; 2) utilizaram-se dias com negociação, ao invés de dias úteis, especialmente para ações de baixa liquidez da amostra; 3) apesar do cuidado tomado em não sobrepor janelas de uma empresa em diferentes níveis, a janela de 504 dias possivelmente englobou outros fatos relevantes que impactaram o preço das ações, ainda que isso tivesse ficado restrito a uma ou outra empresa e, portanto, diluído na amostra utilizada; 4) os resultados encontrados possivelmente foram devidos ao fato de se tratar de um período de adaptação às exigências às quais empresas estão submetidas, além de às influências dos fatores macroeconômicos e políticos do período; e 5) muito provavelmente em razão do fato de a maioria das empresas analisadas ser do Nível I (84% das ações PN e 88% das ON), conforme discutido anteriormente, a adesão a esse nível não constituiu uma mudança de “patamar de governança” para a maioria dessas empresas, o que explica em parte os resultados obtidos.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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*, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.

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

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., 2004. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2004. 1 CD-ROM.

BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. *A corporação moderna e a propriedade privada*. São Paulo: Abril Cultural, 1988. (Os Economistas).

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). *Novo mercado*. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 15 dez. 2005.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 3, p. 205-58, 1980.

_____. Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*, v. 14, n. 1, p. 3-31, 1985.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 10, n. 2, p. 1-20, 2003.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The econometrics of financial markets*. 2. ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CARVALHO, A. G. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*, 2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em: 15 fev. 2006.

CARVALHO, A. G.; PENNACCHI G. G. Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? Evidence from Firms' migration to premium markets in Brazil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMETRIA, 28., 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Econometria, 2006.

COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P. R. S.; BRAGA, L. O. A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de governança corporativa da BOVESPA – um estudo empírico sobre o Nível 1. In: ASSEMBLEIA DO CLADEA, 37., 2002, Porto Alegre. *Anais Eletrônicos...* Porto Alegre: UFRGS, 2002. CD-ROM.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC), 2005. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 24 out. 2005.

KLOECKNER, G. O. Estudos de evento: a análise de um método. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 19., 1995, João Pessoa. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 1995.

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

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: ENCONTRO DA

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba (PR). *Anais Eletrônicos...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. CD-ROM.

NAKAYASU, G. N. D. *Impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis de governança diferenciados no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2006.

PEIXE, F. C. D. *Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2003.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília (DF). *Anais Eletrônicos...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2005. CD-ROM.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 1, 1997.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, 2004.

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 DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. *Anais Eletrônicos...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2002. CD-ROM.