

O MERCADO BRASILEIRO PRECIFICA A ADESÃO E A MIGRAÇÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA?

DOES BRAZILIAN MARKET PRICE ADHESION AND MIGRATION TO DIFFERENTIATED LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE?

ADEMIR CLEMENTE

ademir@ufpr.br

RICARDO ADRIANO ANTONELLI

ricardoantonelli@yahoo.com.br

LUCIANO MARCIO SCHERER

lmscherer@ufpr.br

**ANA PAULA MUSSI SZABO
CHEROBIM**

anapaulamussi@ufpr.br

RESUMO

O tema relativo à governança corporativa vem ganhando importância para o mercado de capitais. Muitas empresas têm aderido às práticas de governança visando maior valorização acionária, mas, no Brasil, as pesquisas apresentam resultados divergentes a esse respeito. O objetivo é avaliar se o mercado de capitais brasileiro corresponde mais positivamente às empresas que apresentam melhores práticas de governança corporativa. O Modelo de Mercado é aplicado com o coeficiente Beta de cada título calculado antes e depois da data de adesão aos níveis de governança corporativa, utilizando o Ibovespa como parâmetro. Para isso, aferiu-se a diminuição do risco de cada título pela análise do coeficiente Beta das regressões realizadas antes e depois da adesão ou da migração aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da Bovespa. A partir de uma amostra de 75 casos, foi possível analisar 57 (76%) que mostraram Beta significativo antes e depois da adesão ou da migração. Destes, 39 casos (68%) mostraram diminuição do risco após a adesão ou a migração. Com a aplicação do teste *Willcoxon* envolvendo os 39 casos, comprovou-se diferença estatisticamente significativa entre os coeficientes Beta antes e depois, evidenciando a resposta positiva do mercado de capitais, ou seja, o reconhecimento de que, por meio da adesão e da migração, as empresas aumentam seu compromisso com as práticas de governança corporativa, resultando em menor risco ao investidor.

Palavras-chave: governança corporativa, NDGC, BM&FBovespa, modelo de mercado, risco.

ABSTRACT

The topic of corporate governance is becoming more and more important for capital markets. Many companies have joined the governance practices looking for greater share price, but in Brazil, studies show different results in this regard. The aim is to evaluate whether Brazilian capital market corresponds more positively to companies that have better corporate governance practices. The Market Model is applied with Beta coefficient to each title, which is calculated before and after the adherence date to the levels of corporate governance, having the Market Model Ibovespa as a parameter. For this, we tried to reduce the risk of each bond by analyzing the Beta coefficient of the regressions performed before and after the adherence or migration to differentiated levels of corporate governance from BM&FBovespa. From a sample of 75 elements, it was possible to analyze 57 (76%) that demonstrated significant Beta before and after the adherence or migration. From these, 39 elements (68%) decreased risk after adherence

or migration. With the application of the Willcoxon test involving 39 elements, we found statistically significant difference between the Beta coefficients before and after, showing the positive response of capital markets, namely the recognition that in the adhesion and migration companies increase their commitment to corporate governance practices, resulting in a lower risk to the investor.

Keywords: corporate governance, NDGC, BM&FBovespa, market model, risk.

INTRODUÇÃO

No Brasil, os estudos que tratam do efeito da adoção de práticas de governança corporativa sobre a valorização e o risco das ações não apresentam resultados convergentes.

Aqui, como em outros países, a governança corporativa vem ganhando importância para o mercado de capitais. As razões mais significativas para este fenômeno são (i) o desenvolvimento da economia capitalista, mesmo em países com orientação política socialista, com reflexo direto no crescimento econômico observado nas últimas décadas; (ii) o crescimento e a evolução das corporações, que rompem barreiras antes intransponíveis ao redor do mundo; e (iii) necessidade de recursos que transcende as fronteiras nacionais, estimulando a abertura do capital em outros países ou admitindo a entrada de investidores estrangeiros. Nesse contexto, o capital aberto das organizações em nível global ocasiona o aprofundamento da separação entre propriedade e controle, o que destaca os conflitos de agência e a governança corporativa propriamente dita. Apesar disso, no Brasil, os estudos que tratam da relação entre adesão e migração aos segmentos diferenciados de governança corporativa e a valorização das empresas apresentam conclusões conflitantes.

A governança corporativa evoluiu ao longo do tempo, acompanhando o desenvolvimento mundial do mercado de capitais. Por exemplo, o trabalho original de Berle e Means (1932), que foi, durante décadas, a base para os debates em torno da governança corporativa, tem sido complementado com ênfase em relação a empresas com propriedade acionária dispersa. Para os mencionados autores, o grande problema de agência era o conflito entre os *stakeholders* gestores e acionistas.

Ao longo dos anos, aprofundam-se os estudos sobre o conflito e questiona-se a validade da teoria inicial para o mercado de capitais integrado em nível mundial. La Porta *et al.* (1997), por exemplo, observam que, nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, os conflitos de agência são evidentes entre acionistas minoritários e majoritários. Isso mostra que a governança corporativa vem ganhando complexidade.

Na literatura contemporânea, as definições para governança corporativa são várias; no entanto, sempre envolvem mecanismos internos e externos que visam harmonizar os conflitos de agência. O Instituto Brasileiro de Governança

Corporativa (IBGC, 2010) a conceitua como um "[...] sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho e administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal." O IBGC argumenta ainda que "as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade".

Nessa linha, Silveira (2002) afirma ser habitual o reconhecimento das empresas com estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado, as quais obteriam melhores resultados, além de serem mais bem avaliadas pelo mercado, com maior valorização acionária em comparação com as outras com estrutura de governança corporativa não tão adequada, *ceteris paribus*.

Em âmbito nacional, a governança corporativa tem como um dos principais marcos a implantação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) pela Bovespa em 2001. As empresas listadas na Bovespa podem-se candidatar a certo NDGC desde que se comprometam com a adoção de práticas de governança corporativa, segundo regras pré-estabelecidas. Os NDGC apresentam exigências crescentes a partir do Nível 1, passando pelo Nível 2 e atingindo o Novo Mercado.

A criação dos NDGC tem como premissa básica a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias, conferindo a elas maior credibilidade no mercado acionário e, como consequência, maior confiança e disposição dos investidores para adquirirem as suas ações por preço mais elevado, reduzindo, dessa forma, o custo de captação de recursos (Bovespa, 2010).

Conforme mencionado por Colombo e Galli (2010, p. 35), as empresas aderem aos NDGC acreditando que tal "ação sinalizará ao mercado um diferencial em relação aos seus pares, interferindo, positivamente, no preço de suas ações. Nesse sentido, há grande interesse do público por pesquisas empíricas que tentem evidenciar tais relações".

No Brasil e em vários outros países, estudos buscam confirmar se melhores práticas de governança corporativa ocasionam valorização acionária. Drobetz *et al.* (2004), na Alemanha; Black *et al.* (2006), na Rússia; e Nishi (2003), no Brasil, observaram valorização acionária de companhias que adotam melhores práticas de governança corporativa.

Em contrapartida, no âmbito nacional, Batistella *et al.* (2004), Costa e Camargos (2006) e Camargos e Barbosa (2010) não encontraram evidência confirmatória.

Diante dessas considerações, elege-se a seguinte questão orientadora para o presente artigo: adesão e migração aos NDGC estão associadas com a redução de risco das ações negociadas na Bovespa?

Motivado pela falta de uniformidade de opiniões a respeito do tema, pelo anseio de averiguar se o mercado de capitais brasileiro vem respondendo na prática conforme indicado pela Bovespa e, ainda, na intenção de contribuir para o tratamento científico do tema, o presente artigo tem por objetivo avaliar se o mercado de capitais brasileiro corresponde mais positivamente às empresas que assumem melhores práticas de governança corporativa. Para isso, foi aplicado o Modelo de Mercado com o coeficiente Beta de cada título calculado antes e depois da data de adesão aos níveis de governança corporativa, utilizando o Ibovespa como parâmetro.

Para possibilitar a análise, supõe-se que os títulos com posição mais elevada nos NDGC da Bovespa são mais transparentes, seguros e com maior credibilidade. Assim, o mercado tenderia a valorizar esses títulos, pagando-lhes maiores preços em razão do risco reduzido.

Este artigo se reveste de importância para o meio acadêmico ao adotar uma metodologia robusta para ajudar a esclarecer a controvérsia quanto à capacidade de o mercado acionário brasileiro reconhecer a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas emissoras. É importante também para os investidores informando-os da efetiva redução de risco dos papéis de empresas que aderem aos NDGC da Bovespa. De forma semelhante, configura-se relevante para as empresas, na medida em que pode auxiliá-las na decisão sobre aderir aos NDGC ou migrar entre eles.

Este artigo está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. Na sequência, é apresentado o marco teórico, e, em seguida, são abordados os procedimentos metodológicos. A quarta seção contém análise dos resultados e discussão e, a seguinte, as considerações finais.

MARCO TEÓRICO

O marco teórico está subdividido em três partes. A primeira discorre sobre a governança corporativa e o mercado de capitais brasileiro, com destaque para os NDGC. Em seguida, são elencados estudos contemporâneos referentes ao tema. Na terceira parte, são resumidamente apresentados os principais modelos para mensuração de risco e retorno.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A decisão de investimentos tem como pré-condição a disponibilidade de recursos e requer a confiança dos investidores

sob dois aspectos. Primeiramente, os investidores necessitam de confiança quanto à viabilidade econômico-financeira, que pode ser fundamentada em técnicas de orçamento de capital e na teoria da decisão. Em segundo lugar, demandam segurança em relação à obtenção do retorno sobre o investimento, que “depende de um conjunto de fatores muito mais amplos e subjetivos, relacionados ao ambiente institucional onde a empresa está inserida, onde se destacam a proteção ao investidor, infraestrutura legal, os direitos de propriedade e a garantia de cumprimento dos contratos” (Silveira e Barros, 2008, p. 2).

Nas últimas décadas, os investidores enfrentaram grandes dificuldades e arcaram com pesadas perdas devido à falta de segurança no ambiente institucional, mais especificamente, devido à falta de transparência das organizações. São bem conhecidos os casos de fraudes financeiras que abalaram o mercado mundial, entre os quais estão Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, AOL e Parmalat.

Como forma de defender o mercado de capitais ao redor do mundo, foram tomadas medidas que oferecem maior segurança aos investidores: (i) em 1999, a OCDE (*Organisation for Economic Co-operation and Development*) abriu caminho para a consolidação dos *Principles of Corporate Governance*, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança; (ii) em 2002, o congresso norte-americano aprovou a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país; (iii) no mesmo ano, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) editou algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprovou novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas (IBGC, 2010).

A regulamentação pode efetivamente contribuir para o aumento da captação de recursos por meio da elevação do nível de transparência do mercado, e, para tanto, a operacionalização da governança corporativa é indispensável. Andrade e Rossetti (2007, p. 140-141) enumeram quatro princípios para governança corporativa: (i) o senso de justiça (*fairness*), segundo o qual não se deve beneficiar um *stakeholder* em detrimento de outro; (ii) a transparência das informações (*disclosure*), em especial nas de alta relevância que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos; (iii) a prestação de contas responsável (*accountability*) fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria; e (iv) a conformidade no cumprimento de normas reguladoras (*compliance*), expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país.

Apenas no final dos anos 1990, o mercado de capitais brasileiro despertou para a importância da governança corporativa, por meio de iniciativas de empresas, órgãos reguladores, do governo e de investidores. Essa atenção resultou em ações concretas que Silva (2007) enumera como tendo sido: (i) a criação do Novo Mercado pela Bovespa; (ii) a nova lei das Sociedades Anônimas (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) sobre o assunto.

Destaca-se a criação do Novo Mercado pela Bovespa, realizada em dezembro de 2000, como a primeira importante medida do setor privado, promovendo mudanças no mercado de capitais. Nesse evento, a Bovespa lançou oficialmente os NDGC e inaugurou uma nova fase para o mercado de capitais brasileiro, em que o setor privado tomou a liderança a fim de promover reformas (Carvalho, 2002, p. 27).

Os NDGC foram inspirados no *Neuer Markt*, modelo diferenciado de governança corporativa criado na Alemanha, não necessitando ajustes na legislação, uma vez que a aderência pelas empresas é opcional. O *Neuer Markt* prevê regras bastante restritivas que refletem maior transparência e maior proteção aos acionistas minoritários. Segundo Carvalho (2002, p. 27), com “[...] o preço de suas ações consideravelmente maior [...] as empresas direcionam-se ao *Neuer Markt* e, conseqüentemente, aceitam regras mais restritivas, não porque são obrigadas por lei, mas porque acham vantajoso”.

A Bovespa (2010) define os NDGC como “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”. Como vantagens, a Bovespa (2010) afirma que a adoção das práticas de governança corporativa é salutar para as companhias, de forma 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*.”

A esse respeito, Carvalho (2002, p. 27–28) resume que os NDGC “funcionam como um selo de qualidade, cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra seus contratos.”

No processo de criação dos NDGC, estabeleceu-se, inicialmente, o segmento intitulado Novo Mercado, mas Carvalho (2002, p. 28) argumenta que as regras estabelecidas por esse segmento eram excessivamente restritivas e que poucas empresas teriam condições de satisfazê-las. Diante disso, foram criados mais dois novos níveis de governança corporativa, denominados Nível 1 e Nível 2. Como resultado, as empresas listadas na Bovespa são classificadas em quatro segmentos, conforme o Quadro 1.

ESTUDOS CONTEMPORÂNEOS

Os estudos relativos à governança corporativa foram intensificados a partir dos anos 1980 nos Estados Unidos, na Europa e no Japão. No Brasil, o tema ganhou destaque apenas a partir dos anos 1990.

La Porta *et al.* (2002) avaliaram se existe valorização das companhias em relação à proteção do investidor e da propriedade do acionista por meio de uma amostra de 539 grandes empresas distribuídas em 27 países desenvolvidos. Como resultado, encontraram evidências de maior valorização das empresas em países que oferecem melhor proteção aos acionistas minoritários.

Quadro 1 – Comparativo dos segmentos de listagem de governança corporativa
Chart 1 – Segments comparative listing of corporate governance.

	Novo Mercado (NM)	Nível 2 (N2)	Nível 1 (N1)	Tradicional
Percentual mínimo de ações em <i>free float</i>	25%	25%	25%	Não há regra
Características das ações emitidas	Somente ON	ON e PN (com direitos adicionais)	ON e PN	ON e PN
Conselho de administração	Mínimo de cinco membros, pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, 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

Fonte: Adaptado de Bovespa (2010).

Na Alemanha, Drobetz *et al.* (2004) buscaram avaliar se a governança corporativa ajuda a explicar os retornos esperados nas empresas. Utilizando regressões, concluíram que a governança corporativa tem forte relação positiva com o valor das empresas.

No Chile, Lefort e Walker (2005) analisaram a valorização acionária das companhias por meio de regressões das medidas de desempenho organizacional e das políticas de pagamento de dividendos sobre os indicadores de governança corporativa e uma série de variáveis de controle. Constatou-se que as companhias que apresentam conflitos de agência tendem a ser negociadas no mercado com deságio. Esses autores demonstram que as ações das empresas com melhores práticas de governança corporativa tendem a serem negociadas com preços mais elevados.

De forma análoga, Black *et al.* (2006), em seu estudo sobre as corporações russas, observaram evidências de forte correlação estatística entre governança e valor de mercado das companhias.

Em âmbito nacional, destacam-se os trabalhos de Kloeckner (1995) e Soares *et al.* (2002). O primeiro analisou a interferência de modelos alternativos para a geração de retornos nos resultados obtidos pelos estudos que utilizaram a metodologia de estudo de eventos. A conclusão dos referidos autores é que os resultados seriam indiferentes à escolha entre o Modelo de Mercado, o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado e o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Posteriormente, Soares *et al.* (2002) aplicaram a metodologia de estudo de eventos com diferentes formas de cálculo do retorno anormal, a fim de verificar a sua capacidade de detecção da anormalidade. Os resultados dos referidos autores apontam para a maior eficácia do modelo ajustado ao risco e ao mercado.

Outro trabalho de destaque é o de Carvalho (2003, p. 1), que pesquisou os efeitos de migração/adeseção aos NDGC por meio de estudo de eventos. 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".

Ainda com a utilização da metodologia de estudo de eventos, Nishi (2003) estudou as alterações do comportamento das ações de empresas listadas na Bovespa em torno de suas respectivas datas de adeseção aos NDGC entre 2001 e 2003. O autor conclui que a carteira formada por ações de empresas que aderiram aos NDGC apresentou retornos anormais positivos em torno da data de adeseção para dados diários acumulados bem como redução de seu risco.

Sirqueira *et al.* (2007), utilizando dois modelos de programação linear, indicam maiores retornos aos acionistas no caso de empresas que adotam práticas de governança corporativa.

Divergindo dos resultados até aqui apresentados, Batistella *et al.* (2004, p. 13), por meio de estudo de eventos, concluem que "a entrada a segmentos de Novo Mercado da

Bovespa não proporcionou um retorno extraordinário no período". Na mesma linha, Camargos e Barbosa (2010) ponderam que, pela aplicação do estudo de eventos, foi constatado que a adeseção aos NDGC não resultou em valorização acionária como esperado. Por fim, Costa e Camargos (2006, p. 1), que também empregaram a metodologia de estudo de eventos, têm opinião similar, relatando que a adeseção 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".

As conclusões dos autores que tratam do efeito da adeseção e da migração aos NDGC da Bovespa são claramente conflitantes.

MODELOS DE ESTIMAÇÃO DE RISCO E RETORNO

A relação risco/retorno é normalmente modelada por meio de recursos estatísticos, em função do conceito de risco ser entendido como a variabilidade dos retornos. Aqui são destacados dois dos principais modelos: CAPM (*Capital Asset Pricing Model* - modelo de precificação de ativos de capital) e Modelo de Mercado.

Para Camargos e Barbosa (2003, p. 3), a diferença entre o retorno observado (*ex-post*) de um título e o retorno esperado (*ex-ante*) constitui o retorno anormal:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad (1)$$

Sendo:

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

R_{it} : retorno observado;

$E(R_{it} | X_t)$: retorno esperado, dado o retorno de mercado.

O retorno estimado de um ativo pode ser obtido por meio de várias metodologias, que, segundo MacKinlay (1997), compreendem modelos econômicos e estatísticos. Segundo Batistella *et al.* (2004, p. 6), os modelos estatísticos são fundamentalmente quantitativos e utilizam ferramentas como a regressão linear. Por seu turno, os modelos econômicos consideram maior quantidade de informações, tal como o notável CAPM, desenvolvido por Harry Markowitz e William Sharpe.

O princípio do CAPM, segundo Damodaran (2002), é que parte do risco pode ser reduzida por meio da diversificação de ativos, o chamado risco diversificável (ou risco específico). Existe também o risco não diversificável (ou risco de mercado) que não pode ser eliminado pela diversificação, sendo inerente ao mercado como um todo. A principal função do CAPM é definir a taxa de retorno apropriada de determinado investimento em relação a uma carteira de mercado diversificada. Para isso, o modelo leva em consideração a sensibilidade do ativo ao risco de mercado, representado pelo coeficiente Beta. Ainda segundo Damodaran (2002, p. 67), o Beta representa a sensibilidade "do risco de um ativo [...] de mercado, que, ao

menos em teoria, deveria incluir todos os ativos negociados no mercado, na proporção de seu valor de mercado".

Para o cálculo do Beta de determinado ativo, dois valores devem ser calculados: a covariância entre o retorno do ativo e o retorno da carteira representativa do mercado; e a variância da carteira representativa do mercado. Com esses valores, é possível obter o valor de Beta pela fórmula:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_{it}, R_{mt})}{\text{Var}(R_{mt})} \quad (2)$$

A Equação 3 representa o Modelo CAPM:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_{mt}) - R_f] \quad (3)$$

Sendo:

$E(R_i)$: retorno esperado do ativo i ;

R_f : taxa de juros livre de riscos;

β_i : Beta do investimento;

$E(R_{mt})$: retorno esperado de mercado;

A diferença [$E(R_{mt}) - R_f$] é denominada prêmio de risco (ou prêmio de mercado), que representa o prêmio demandado pelos investidores de mercado, que inclui todos os ativos de risco de mercado (Damodaran, 2002, p. 67).

Quando Beta for igual a 1, o risco do ativo é igual ao risco do mercado, não há risco específico. Se o Beta for maior que 1, o risco do ativo é maior que o de mercado, mas se o Beta for menor que 1, o risco do ativo é menor que o do mercado.

No grupo de modelos estatísticos, o Modelo de Mercado é um dos mais utilizados e conhecidos, definido por Camargos e Barbosa (2003, p. 8) como "um dos modelos estatísticos que relacionam linearmente o retorno de um determinado ativo financeiro com o retorno do portfólio de mercado".

O Modelo de Mercado foi introduzido por Sharpe (1963), propondo que os retornos de todas as ações fossem relacionados a um índice, uma vez que este estaria correlacionado com a grande maioria das ações. Com essa proposição, o estudo de Sharpe resultou no modelo de índice único (*single index model*), que, por meio da utilização de um índice de mercado para comparar os ativos, se tornou conhecido como Modelo de Mercado. O mencionado autor afirma que o Modelo de Mercado possui duas vantagens: simplicidade e evidências suficientes da captura da maior parte das inter-relações entre os ativos considerados.

O Modelo de Mercado relaciona o preço de certo ativo com um índice de mercado, sendo possível expressá-lo por meio de uma regressão, um modelo estatístico. Este, por sua vez, possui pressupostos específicos, que devem ser considerados em relação ao comportamento do retorno dos títulos: normalidade, homocedasticidade, independência dos resíduos e linearidade. Vale lembrar que os modelos estatísticos não dependem de fundamentação econômica específica (Levine *et al.*, 2000).

O modelo estatístico de mercado é matematicamente representado por meio de uma regressão linear simples:

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Sendo:

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

a_i : coeficiente de intercepto da regressão;

β_i : coeficiente da regressão que representa a declividade para o ativo i ;

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

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

Na Equação 4, observa-se a existência do erro aleatório (ε), indicando que o modelo não explica perfeitamente os retornos dos ativos. O valor de β pode ser obtido pela covariância entre os retornos do ativo e do índice de mercado e, posteriormente, dividido pela variância dos retornos do índice de mercado, segundo expressão similar à Equação 2.

Bruni (1998) pondera que o valor de β do Modelo de Mercado indica a volatilidade das ações. Quando se tem β maior que 1 indica que as ações são mais voláteis, mais agressivas, portanto, com nível de risco mais elevado. Por outro lado, ações com β menor que 1 são conhecidas como conservadoras. O valor de β igual a 1 é apresentado por títulos com retornos próximos ao do mercado. O autor ainda cita a possibilidade de decompor o risco de certo ativo em duas parcelas: risco de mercado que afeta um grande número de ativos e risco único, também conhecido como risco específico.

Vale ressaltar, ainda, que o Modelo de Mercado não é puramente estatístico, pois o Beta captura variações que afetam parcela significativa do mercado acionário e o resíduo, por sua vez, diz respeito às variações exclusivas do ativo. Por esse motivo, o Beta é conhecido como o risco do ativo i em relação ao mercado, pois mensura o quanto da variabilidade do retorno de um título pode ser explicado, em função da variabilidade do retorno de uma carteira representativa do mercado (Batistella *et al.*, 2004).

Vale ressaltar que, de acordo com Taffarel *et al.* (2010), o coeficiente Beta é uma medida de risco largamente aceita, mas, por outro, há indicações de que está sujeito a limitações, especialmente no que diz respeito à estabilidade. Nesse sentido, Brigham e Ehrhardt (2002, p. 267) observam que o coeficiente Beta é normalmente calculado por meio de uma regressão linear entre os retornos passados de uma ação e os retornos passados de um índice de mercado. A esse Beta, os autores atribuem a denominação beta histórico e argumentam que ele indica o risco de uma ação no passado, porém, os investidores estão interessados em saber o risco futuro. Portanto, pode ser que uma ação, com um determinado risco no passado, ao ser influenciada por fatores conjunturais presentes, venha a apresentar um maior ou um menor risco no futuro. Assim, segundo os autores, o risco passado (Beta histórico) não é preditor do risco futuro.

Para resolver esse problema na estimação dos Betas, alguns pesquisadores desenvolveram dois tipos diferentes de Beta, os betas ajustados (*adjusted betas*) e os betas fundamentalistas (*fundamental betas*).

Os Betas ajustados foram desenvolvidos a partir do trabalho de Blume (2012 [1975]), que demonstrou que os betas reais variam, ou seja, não são estáveis ao longo do tempo. De acordo com Brigham e Ehrhardt (2002, p. 268), com base nessa noção, para estimar um Beta ajustado, pode-se começar com o Beta histórico calculado para uma ação, efetuar um ajuste para a expectativa de movimento futuro tendendo a 1,0 e, com isso, obter um beta, que, na média, é melhor preditor do risco futuro do que um Beta histórico puro.

Outros pesquisadores, a partir do trabalho de Rosemberg e Guy (1976), que demonstraram que os Betas variam ao longo do tempo em função de características financeiras das empresas, passaram a incluir variáveis fundamentalistas de risco, tais como a alavancagem financeira, a volatilidade das vendas entre outras, com o objetivo de ajustar o beta histórico.

Brigham e Ehrhardt (2002, p. 268) destacam outros fatores que podem influenciar o cálculo do Beta, não importando se histórico, ajustado ou fundamentalista, a saber:

- (a) O período histórico de dados utilizado nas regressões. Ao se utilizar dados de 5 anos ou de 10 anos, os resultados podem divergir;
- (b) A base de cálculo dos retornos. Os retornos podem ser calculados em base diária, semanal, mensal, trimestral, anual, etc;
- (c) O índice de mercado para o qual é calculado o retorno de mercado pode sofrer alterações em sua composição ao longo do tempo.

A pesquisa que originou esse artigo escolheu o modelo de mercado por sua generalidade e por sua capacidade de incorporar ao modelo, por meio do erro, fatores outros, não exatamente quantificáveis.

METODOLOGIA

O presente estudo baseia-se em técnica quantitativa de pesquisa, conforme Creswell (2007). Essa técnica procura alegações pós-positivistas para o desenvolvimento do conhecimento, tais como: raciocínio de causa e efeito, redução das variáveis específicas de hipóteses e questões, uso da mensuração, observação e teste de teorias. Para tal, utilizam-se estratégias de investigação, como experimentos, levantamentos, coleta de dados e instrumentos predeterminados para gerar dados estatísticos.

A lógica adotada é a dedutiva, segundo a qual uma estrutura conceitual ou teórica é desenvolvida e testada empiricamente, deduzindo casos particulares a partir de inferências gerais (Collins e Hussey, 2005).

A unidade de análise adotada neste estudo é a organizacional, com coleta de dados quantitativos secundários para

o cálculo dos Betas e a aplicação do Modelo de Mercado. A perspectiva temporal é longitudinal, considerando os betas antes e depois da data de migração para os NDGC.

Para a estimação do risco das ações das empresas que aderiram e/ou migraram aos NDGC, optou-se pelo modelo estatístico de mercado, com a utilização do Índice Bovespa (Ibovespa) para representar a carteira de mercado; pois, segundo a Bovespa (2010), o Ibovespa "representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas, e o perfil das negociações à vista observadas nos pregões da Bovespa." A Bovespa ainda argumenta que a finalidade básica do Ibovespa é "de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na Bovespa."

A escolha do Modelo de Mercado se justifica por ser amplamente utilizado e também por ser mais indicado que o CAPM segundo MacKinlay (1997), por reduzir o potencial de sensibilidade apresentado pelo CAPM a um baixo custo.

Dessa forma, com a utilização do Modelo de Mercado e do Ibovespa, investiga-se a diminuição do risco das ações das empresas listadas na Bovespa após terem aderido ou migrado aos NDGC.

Para isso, foi realizada uma pesquisa no *site* da Bovespa, mais especificamente nos Boletins Diários de Informações (BDIs), para determinar as datas dos eventos de adesão ou migração das empresas aos NDGC. O levantamento tomou como base os BDIs, tendo em conta a forma como a Bovespa os define: "editar-se-á diariamente em papel e/ou forma eletrônica [...] contendo as operações realizadas nos mercados por ela administrados [...] destinado às Sociedades Corretoras, podendo ainda ser acessado por outros públicos interessados." (Bovespa, 2010). Portanto, os BDIs podem ser considerados como um ofício circular de comunicação da Bovespa para todos os envolvidos no mercado de capitais brasileiro.

No BDI de 31/05/2010, foi possível encontrar a listagem das empresas aderentes aos NDGC, sendo: 108 empresas no Novo Mercado; 34 no Nível 1; e 19 no Nível 2. Vale ressaltar que foi realizada uma busca nos BDIs anteriores para evitar que este trabalho deixasse de abranger as empresas que aderiram às práticas de GC e delas desistiram em data anterior à pesquisa.

Encerrado o levantamento junto aos BDIs, a base de dados da Economática foi utilizada como fonte das cotações de fechamento dos 150 pregões anteriores a cada evento e dos 150 pregões posteriores.

As seguintes observações são relevantes a respeito da amostra:

- A população na data da coleta dos dados compreendia 423 empresas;
- Apenas em 26 de junho de 2001 ocorreu a primeira adesão aos NDGC;
- Até 31 de maio de 2010, os eventos de adesão ou migração assim se distribuíram: 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;
 - Ações não negociadas por mais de 20 pregões consecutivos foram excluídas, por serem consideradas de baixa liquidez;
 - 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;
 - Não estão sendo consideradas as diferenças de governança entre os diferentes NDGC, porquanto o tamanho da mostra ficaria ainda mais reduzido.

Após essa filtragem, a amostra passou a apresentar 75 elementos.

Para se obter o retorno com dados contínuos, para cada pregão, foi calculado o retorno logarítmico neperiano por meio da Equação 5:

$$R_{it} = \ln \left(\frac{Vlr_{it}}{Vlr_{it-1}} \right) \quad (5)$$

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 $t-1$;

O retorno logarítmico do Ibovespa foi também calculado pela Equação 5.

Então, o Modelo de Mercado foi aplicado para estimação do Beta tanto para o período anterior ao evento quanto para o período posterior. *A priori*, a adesão ou a migração a algum NDGC deveria provocar diminuição do nível de risco das ações. Portanto, a estimativa de Beta referente ao período posterior ao evento deveria ser menor do que a estimativa concernente ao período anterior.

APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A apresentação e a análise dos resultados compreendem três partes: na primeira, todos os casos são considerados em conjunto; a segunda se refere apenas a adesões; e a última, exclusivamente a migrações.

ADESÕES E MIGRAÇÕES

As regressões para estimação de Beta, considerando os 75 elementos da amostra, apresentaram os resultados mostrados, de forma sintética, na Tabela 1.

Observa-se que 57 casos, correspondendo a 76% do total, apresentaram Beta significativo tanto antes da adesão ou da migração quanto depois. Desses, 39 apresentaram redução do coeficiente Beta quando comparado o período que antecedeu o evento com o período subsequente, representando 68%. Além disso, é necessário observar que, em outros dois casos, o coeficiente Beta deixou de ser significativo. Portanto, pode-se dizer que, do total de 59 casos em que o coeficiente Beta mostrou-se significativo no período anterior ao evento, 41 apresentaram redução, representando 69,5%. Isso pode ser considerado uma confirmação clara de que, para a larga maioria das ações, os eventos de adesão e migração representam redução do nível de risco percebido pelo mercado.

Na Tabela 2, são apresentados os valores médios das estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente aos eventos.

As estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente aos eventos de adesão e migração atingem 0,74 e 0,68, respectivamente. A média menor para o período posterior confirma a indicação de nível de risco mais baixo. Observa-se, também, que a variabilidade das estimativas de Beta se reduz de forma acentuada a partir do evento de adesão ou migração aos NDGC, o que é indicado tanto pela amplitude quanto pelo desvio padrão. Isso também constitui uma indicação de redução de risco na medida em que os eventos de adesão e migração, resultando em maior uniformidade do coeficiente Beta, tornam menos crítica a escolha entre as ações de empresas aderentes aos NDGC.

Tabela 1 – Estimativas de beta para todos os eventos.

Table 1 – Beta estimates for all events.

Possibilidades	1	2	3	4	Todas
β antes	β_a^1	β_a	$\beta_{a\sim}^2$	$\beta_{a\sim}$	Todos
β depois	β_d^3	$\beta_{d\sim}^4$	β_d	$\beta_{d\sim}$	Todos
Número de casos	57	2	12	4	75

Notas: (1) Beta antes é significativo (sig. $\leq 0,5$ %); (2) Beta antes não é significativo (sig. $> 0,5$ %); (3) Beta depois é significativo (sig. $\leq 0,5$ %); (4) Beta depois não é significativo (sig. $> 0,5$ %).

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 2 – Análise descritiva dos betas significativos.

Table 2 – Descriptive analysis of significant betas.

	Amplitude	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
β antes	3,78	(2,13)	1,65	0,74	0,53
β depois	1,12	0,22	1,34	0,68	0,29
Número de casos	57				

Fonte: dados da pesquisa

Tabela 3 – Estimativas de beta para os eventos de adesão.

Table 3 – Beta estimates for adhesion events.

Possibilidades		Tipo de adesão							
		Ao N1		Ao N2		Ao NM		Total	
β antes	β depois	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%
β_a^1	β_d^3	39	84,8%	3	50,0%	6	54,5%	48	76,2%
β_a	$\beta_{d\sim}^4$	2	4,3%	0	0,0%	0	0,0%	2	3,2%
$\beta_{a\sim}^2$	β_d	2	4,3%	3	50,0%	5	45,5%	10	15,9%
$\beta_{a\sim}$	$\beta_{d\sim}$	3	6,5%	0	0,0%	0	0,0%	3	4,8%
Total de casos		46	100,0%	6	100,0%	11	100,0%	63	100,0%
Número de casos de redução de Beta		28	73,0%	2	9,5%	4	17,5%	34	71,0%

Notas: (1) Beta antes é significativo (sig. \leq 0,5 %); (2) Beta antes não é significativo (sig. $>$ 0,5 %); (3) Beta depois é significativo (sig. \leq 0,5 %); (4) Beta depois não é significativo (sig. $>$ 0,5 %).

Fonte: dados da pesquisa

A análise mostra claramente o efeito de redução do risco como resultado da adesão e da migração, o que poderia indicar uma tendência generalizada nesse sentido na medida em que empresas em maior número passassem a aderir aos NDGC.

Com o intuito de testar se a diferença entre os valores médios do coeficiente Beta é estatisticamente significativa, primeiramente, foi verificada a normalidade dos dados por meio do teste *Kolmogorov-Smirnov* e do teste *Shapiro-Wilk*. Ao nível de significância de 5%, em ambos os testes, aceita-se a hipótese nula (H_0), indicando não conformidade à distribuição normal. Dessa forma, passou-se a considerar a utilização de um teste não paramétrico.

O teste *Willcoxon* foi adotado ao nível de significância de 5%, por se tratar de dados pareados. Inicialmente, o teste comparativo dos valores médios foi efetuado apenas para os 39 casos em que fora observada redução do coeficiente Beta. Como resultado, rejeitou-se a hipótese nula de igualdade entre os valores médios. Em seguida, procurando tornar mais abrangente a evidência, foi realizada a comparação envolvendo todos os 57 casos que apresentaram Beta significativo tanto para o período anterior ao evento quanto para o período subsequente.

Novamente, rejeitou-se a hipótese nula de igualdade entre as médias, concluindo-se que a redução é estatisticamente significativa.

ADESÕES

A Tabela 3 resume os resultados relativos aos 63 eventos de adesão aos NDGC.

Observa-se que 48 casos mostram coeficiente Beta significativo tanto para o período anterior à adesão quanto para o período posterior, representando 76,2% do total. Desses, 34 casos se comportaram conforme esperado, com estimativas do coeficiente Beta menores no período subsequente à adesão, com representatividade de 71%. Entretanto, há 2 casos que apresentam Beta significativo somente no período que antecede à adesão. Dessa forma, pode-se afirmar que houve redução do mencionado coeficiente em 36 de 50 casos, o que representa 72%.

Considerando a segmentação por NDGC, observa-se que as adesões ao nível inferior de governança, em número de 46, representam a vasta maioria, atingindo 73,0% do total.

Essas adesões apresentam estimativas de Beta significativas em ambos os períodos para 39 dos 46 casos, representando frequência relativa de 84,8%, muito superior ao observado para os outros segmentos. Isso confirma que a percepção de risco dessas empresas pelo mercado apresenta, de modo geral, nível mais elevado. Entre os 39 casos, 28 apresentaram redução após a adesão, representando 71,8%. Aqui, há também dois casos em que o coeficiente Beta deixou de ser significativo após a adesão, representando 4,3%. Então, pode-se afirmar que houve redução em 76,1% dos casos de adesão ao N1.

Grosso modo, três quartos das adesões ao N1 apresentam redução do coeficiente Beta, enquanto apenas dois terços das adesões ao N2 e ao NM fazem o mesmo. Esse resultado notável sugere que o reconhecimento mais expressivo poderia decorrer da adoção de práticas de governança por empresas consideradas menos aptas a fazê-lo, enquanto, ao contrário, adesões aos níveis mais elevados não constituiriam novidade tão significativa para o mercado.

MIGRAÇÕES

Apenas 12 dos 75 casos analisados são referentes a migrações. Observa-se Beta significativo tanto para o período antecedente quanto para o subsequente à migração para um total de 9 casos, atingindo 75%. A Tabela 4 resume a análise dos casos de migração.

Embora o número de eventos de migração seja pequeno, há indicação de que os resultados apresentam padrão bastante diverso daquele dos eventos de adesão. Considerando apenas os 9 casos que apresentaram coeficiente Beta significativo para ambos os períodos, tem-se 5 casos de redução, representando 55,6%. Isso permite afirmar que, de modo geral, as migrações

apresentam o efeito esperado de redução do nível de risco percebido pelo mercado.

As migrações diretas do N1 para o NM parecem indicar alguma especificidade: é a única classe de migração que apresenta casos de coeficiente Beta não significativo no período anterior, passando a ser significativo no período posterior, constatação contrária ao efeito esperado de redução do nível de risco. Mesmo tendo em conta o reduzido número de casos amostrados, observa-se a ocorrência para 2 dos 5 casos, alcançando 40%. Isso poderia sugerir que a reação de curto prazo do mercado é muito conservadora às migrações menos convencionais.

ANÁLISE

Carvalho (2003), por meio da metodologia de Estudo de Eventos, procurou avaliar o efeito da adesão a melhores práticas de governança sob três aspectos: preço, liquidez e volatilidade. Com base em amostra de 22 empresas, detectou que a migração apresenta o impacto esperado sobre a valoração das ações, na forma de retornos anormais positivos; aumento do volume de negociação, portanto de liquidez; e redução da exposição a fatores macroeconômicos, comprovando, assim, os benefícios previstos pela Bovespa.

Nishi (2003), com base em amostra de 16 empresas que aderiram aos NDGC e igualmente com a aplicação da metodologia de Estudo de Eventos, buscou detectar a existência de retornos anormais positivos e redução do risco em torno da data de adesão. O autor concluiu que a carteira formada por ações que aderiram aos NDGC apresentou retornos anormais positivos em torno da data de adesão para dados diários acumulados bem como redução de risco.

Tabela 4 – Estimativas de beta para os eventos de migração.
Table 4 – Beta estimates for migration events.

Possibilidades		Tipo de Migração									
		N1 → N2		N2 → NM		N1 → NM		Mesmo Nível		Total	
β_a antes	β_d depois	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%	Casos	%
β_a^1	β_d^3	1	100%	2	66,7%	3	60,0%	3	100%	9	75,0%
β_a	β_d^4	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
β_a^2	β_d	0	0,0%	0	0,0%	2	40,0%	0	0,0%	2	16,7%
β_a^{\sim}	β_d^{\sim}	0	0,0%	1	33,3%	0	0,0%	0	0,0%	1	8,3%
Total de Casos		1	100,0%	3	100,0%	5	100,0%	3	100,0%	12	100,0%
Número de casos de redução de Beta		1	100%	1	50%	1	33,3%	2	66,7%	5	55,6%

Notas: (1) Beta antes é significativo (sig. \leq 0,5 %); (2) Beta antes não é significativo (sig. $>$ 0,5 %); (3) Beta depois é significativo (sig. \leq 0,5 %); (4) Beta depois não é significativo (sig. $>$ 0,5 %).

Fonte: dados da pesquisa

Contraopondo-se aos resultados encontrados, Batistella *et al.* (2004), com o objetivo de analisar a migração para o Novo Mercado, utilizaram a metodologia de Estudo de Eventos e estimaram o preço das ações pelo Modelo de Mercado. Os eventos analisados foram tanto adesões como migrações aos NDGC. Com 22 empresas na amostra, os autores verificaram que a presença de retornos anormais positivos nos preços das ações não é estatisticamente superior aos retornos anormais negativos, o que indica que não teria ocorrido valorização.

Na mesma linha de Batistella *et al.* (2004), Costa e Camargos (2006) analisaram o comportamento dos retornos anormais em períodos próximos à adesão de 10 empresas aos NDGC, ocorridas entre 2001 e 2003, a fim de avaliar o seu impacto positivo sobre o retorno dos acionistas. Para isso, os autores utilizaram a metodologia de Estudo de Evento e, para o cálculo dos retornos anormais, o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado na forma logarítmica. A conclusão dos autores é que a adesão das empresas analisadas não proporcionou, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas, ou seja, não resultou na criação de riqueza para estes últimos.

Os resultados desses estudos são contraditórios, como mencionado anteriormente. A primeira observação a ser destacada diz respeito ao pequeno tamanho das amostras. Outra observação importante, relacionada com a primeira, diz respeito ao período analisado que, além de pequeno, abrange apenas os primeiros 2 ou 3 anos após a implantação dos NDGC. Como se sabe, naqueles anos iniciais os NDGC, eles não eram plenamente reconhecidos pelo mercado e, portanto, não representavam selos de qualidade. Entretanto, com o passar do tempo, os segmentos diferenciados de governança corporativa adquiriram reputação e notoriedade, possibilitando detectar efeitos mais expressivos.

Destaque-se também que, principalmente nos primeiros anos, muitas das empresas que aderiram aos NDGC já adotavam práticas de governança corporativa, como as que emitiam *American Depositary Receipts* (ADRs), submetidas aos padrões contábeis do US-GAAP e supervisionadas pela *Security and Exchange Commission* dos EUA (SEC).

Por último, mas não menos importante, observa-se que a metodologia de Estudo de Eventos, apesar de muito utilizada, não apresenta critério bem definido quanto ao tamanho das janelas, implicando certa subjetividade em sua delimitação.

Então, tendo em vista que os estudos analisados apresentam resultados restritos e divergentes e, por outro lado, considerando o tamanho da amostra em que se baseiam os resultados deste artigo, o período observado relativamente longo, as janelas de 150 pregões anteriores ao evento de adesão ou migração e de 150 pregões posteriores, pode-se sugerir que os NDGC efetivamente diferenciam positivamente as ações das empresas emissoras.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na busca por responder se a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa estão associadas à redução de risco para ações negociadas na Bovespa, foram realizadas regressões para os períodos antecedente e subsequente a cada evento de adesão ou migração por meio do Modelo de Mercado, com a utilização do Ibovespa como representativo da carteira de mercado. Nessas regressões, o valor do coeficiente Beta representa o risco do ativo.

Os resultados encontrados demonstram que a grande maioria das ações apresentou redução efetiva no risco após a adesão ou a migração. Esses resultados se baseiam em amostras maiores do que as de estudos anteriores e, também, abrangem período maior. A indicação de efetiva redução de risco como decorrência de adesão ou migração pode contribuir para aclarar a situação indefinida que prevalecia em relação ao mercado acionário brasileiro, com estudos apontando para evidências de efeitos positivos e outros, para ausência de efeitos.

Uma vez que se confirmem os resultados deste artigo, pode-se prever que a generalização de práticas de governança pelas empresas tenderá a fazer diminuir o diferencial de redução de risco percebido pelo mercado. Poderiam ser estabelecidas 3 fases para a repercussão das práticas de governança sobre o risco e o valor das ações:

- (i) Inicial, em que os níveis de governança não são bem conhecidos e, como consequência, não há expressivo reconhecimento pelo mercado.
- (ii) Intermediária, em que o mercado torna-se capaz de estabelecer diferencial favorável às empresas que adotam práticas de governança corporativa.
- (iii) Maturidade, em que as práticas de governança estarão generalizadas entre as empresas emissoras das ações de maior liquidez e, novamente, o potencial de diferenciação tornar-se-á reduzido.

Este estudo tem algumas limitações relacionadas especialmente ao tamanho da amostra, ainda que tenham sido consideradas todas as ações de empresas listadas na BM&FBovespa. Além de não permitir estabelecer grupo de controle, não foi possível aplicar outros testes estatísticos, como regressão múltipla.

Especificamente quanto à divergência entre os estudos pioneiros no Brasil, cabe destacar o pouco conhecimento do mercado a respeito dos segmentos de governança e a decorrente pouca disposição de reconhecê-los como diferenciais dos ativos negociados.

O presente artigo não poderia ter a pretensão de esgotar a questão, demasiadamente complexa. Entretanto, os resultados parecem mostrar um caminho, com evidências mais claras e mais objetivas do que as obtidas em estudos anteriores. Certamente, a hipótese de que a adoção de

práticas de governança causa valorização das empresas e redução de risco de suas ações faz todo sentido, mas a sua verificação pode ser dificultada por uma série de fatores associados à formação do valor de mercado e à percepção de risco. Especificamente quanto à divergência entre os estudos pioneiros no Brasil, cabe destacar o pouco conhecimento do mercado a respeito dos segmentos de governança e a decorrente pouca disposição de reconhecê-los como diferenciais dos ativos negociados.

Como sugestão a estudos futuros, quando mais empresas aderirem aos níveis de governança ou migrarem para níveis de maior governança, indica-se a realização de estudos cotejando as variações entre as diferentes migrações.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. 2007. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 3ª ed., São Paulo, Atlas, 584 p.
- BATISTELLA, F.D.; CORRAR, J.L.; BERGMANN, D.R.; AGUIAR, A.B. 2004. Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Eventos. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, São Paulo, 2004. *Anais...* São Paulo, FEA/USP, p. 1-15.
- BERLE, A.; MEANS, G. 1932. *The modern corporation and private property*. New York, MacMillan, 396 p.
- BLACK, B.S.; LOVE, I.; RACHINSKY, A. 2006. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4):361-379. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2006.09.004>
- BLUME, M.E. 2012 [1975]. Betas and their regression tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3):785-795.
- BOVESPA. 2010. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bmfBovespa.com.br>. Acesso em: 02/10/2010.
- BRIGHAM, E.F.; EHRHARDT, M.C. 2002. *Financial management: theory and practice*. 10ª ed., Orlando, Thomson Learning, 1051 p.
- BRUNI, A.L. 1998. *Risco, Retorno e Equilíbrio: Uma Análise do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros na Avaliação de Ações Negociadas na Bovespa (1988-1996)*. São Paulo, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 173 p.
- CAMARGOS, M.A. de; BARBOSA, F.V. 2003. Estudos de evento: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3):1-20.
- CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. 2010. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. *Revista de Gestão - REGE*, 17(2):189-208
- CARVALHO, A.G. 2002. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, 37(3):19-32.
- CARVALHO, A.G. 2003. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2003/MIGRACAO.pdf?origin=publication_detail Acesso em: 10/06/2010.
- COLLINS, J.; HUSSEY, R. 2005. *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2ª ed., Porto Alegre, Bookman, 349 p.
- COLOMBO, J.A.; GALLI, O.C. 2010. Governança corporativa no Brasil - Níveis de governança e rendimentos anormais. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9:26-37.
- COSTA, A.R.; CAMARGOS, M.A. 2006. Análise Empírica da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o Retorno dos Acionistas. *Revista de Gestão USP*, 32(1):31-42.
- CRESWELL, J.W. 2007. *Projeto de pesquisa: métodos qualitativos, quantitativos e misto*. 2ª ed., Porto Alegre, Artmed, 248 p.
- DAMODARAN, A. 2002. *Finanças Corporativas Aplicadas - manual do usuário*. Porto Alegre, Bookman, 576 p.
- DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. 2004. Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2):267-293.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 02/10/2010.
- KLOECKNER, G. 1995. Estudos de Evento: A análise de um método. *Revista Brasileira de Administração Contemporânea*, 1(2):261-270.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3):1131-1150. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Financial*, 57(3):1147-1170. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- LEFORT, F.; WALKER, E. 2005. The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile. *Research Network Working Paper* 515. Disponível em: <http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr221finaldraft.pdf>. Acesso em: 03/07/2014.
- LEVINE, D.M.; BERENSON, M.L.; STEPHAN, D. 2000. *Estatística: teoria e*. Rio de Janeiro, LTC, 811 p.
- MACKINLAY, A.C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1):13-39.
- NISHI, L.F. 2003. *Adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa: Um Estudo de Evento*. Florianópolis, SC. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Santa Catarina, 119 p.
- ROSEMBERG, B.; GUY, J. 1976. Prediction of beta from investment fundamentals: part one, prediction criteria. *Financial Analysts Journal*, 32(3):60-72.
- SHARPE, W.F. 1963. A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, 9(2):277-293. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.9.2.277>
- SILVA, A.L.C. 2007. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. In: A.L.C. SILVA; R.P.C. LEAL (eds.), *Governança Corporativa - Evidências Empíricas no Brasil*. 1ª ed., São Paulo, Atlas, p. 107-129.
- SILVEIRA, A. Di M. 2002. *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 152 p.
- SILVEIRA, A. Di M.; BARROS, L.A.B.C. 2008. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração (REAd)*, 14(3):512-540.

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

SOARES, R.O.; ROSTAGNO, L.M.; COSTA SOARES, K.T. 2002. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo de retorno anormal. In: Encontro Nacional da ANPAD, 26, Salvador, 2002. *Anais...* Rio de Janeiro, ANPAD, p. 1-14.

TAFFAREL, M.; CLEMENTE, A.; PANHOCA, L. 2010. Estabilidade do coeficiente beta do setor de energia elétrica. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 7(3):194-207. <http://dx.doi.org/10.4013/base.2010.73.02>

Submitted on December 04, 2011

Accepted on January 08, 2013

ADEMIR CLEMENTE

Universidade Federal do Paraná
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632
Campus III, Jardim Botânico
80210-170, Curitiba, PR, Brasil

RICARDO ADRIANO ANTONELLI

Universidade Tecnológica Federal do Paraná
Campus Pato Branco
Via do Conhecimento, Km 1
85503-390, Pato Branco, PR, Brasil

LUCIANO MARCIO SCHERER

Universidade Federal do Paraná
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632
Campus III, Jardim Botânico
80210-170, Curitiba, PR, Brasil

ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM

Universidade Federal do Paraná
Av. Prefeito Lothário Meissner, 632
Campus III, Jardim Botânico
80210-170, Curitiba, PR, Brasil