

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**O IMPACTO DO ANÚNCIO E DA ADESÃO DAS AÇÕES AOS NÍVEIS
DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Gilberto Noboru Nakayasu

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2006

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Isak Kruglianskas
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão de Albuquerque
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

GILBERTO NOBORU NAKAYASU

**O IMPACTO DO ANÚNCIO E DA ADESÃO DAS AÇÕES AOS NÍVEIS
DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Departamento de
Administração da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo como requisito
para obtenção do título de Mestre em
Administração

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Nakayasu, Gilberto Noboru

O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil / Gilberto Noboru Nakayasu. -- São Paulo, 2006.

134 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2006
Bibliografia.

1. Governança corporativa 2. Eventos – Estudo I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 658.4

À minha família,
sempre presente.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Rubens Famá, meu orientador, pelo contínuo acompanhamento, pelo exemplo de dedicação, pela confiança depositada em todas as etapas do mestrado, pela participação na execução e na consumação deste trabalho e pelo aprendizado proporcionado em suas disciplinas, tanto na graduação como no mestrado. Uma referência de dedicação à vida acadêmica.

Ao Prof Dr. Alexandre Di Miceli, pelas importantes contribuições para este trabalho, por intermédio de importantes críticas e sugestões e, principalmente, pelo exemplo de assíduo pesquisador acadêmico.

Ao Prof Dr. Ricardo José de Almeida, membro da banca, pela revisão desta dissertação e pelas valiosas contribuições ao longo de suas aulas do MBA Gestão Empresarial.

Ao Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, pelo aprendizado proporcionado em suas disciplinas – tanto na graduação como no mestrado –, pela oportunidade de participar de atividades no MBA Gestão Empresarial e, desse modo, acrescentado informações fundamentais a este trabalho. Um grande companheiro ao longo de minha carreira acadêmica.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato, por suas pertinentes e importantes observações no aprendizado acerca do mercado de capitais e conduta acadêmica, bem como oportunidades junto ao Laboratório de Finanças.

A todos os professores da FEA-USP, pelos importantes ensinamentos transmitidos, tanto na graduação como no mestrado.

Aos funcionários da Secretaria do PPGA e da pós-graduação da FEA, em especial, Valéria, Cida e Fabiana, pela atenção e ajuda.

A todos os amigos da pós-graduação, em especial, Bárbara Freitas, Bruno Giovannetti, Danilo Beteto, Eduardo Pozzi e Kátia Honda, pelo suporte em todos os momentos de aprendizado e desenvolvimento.

A todos os meus amigos, em especial, Andréia Aoki e Fabiane Nakazawa, pelo apoio e amizade durante todos esses últimos anos.

Aos meus pais, Luzia e Masaru, pela perseverança e apoio em todos os momentos de minha vida. À minha irmã, Sueli, pelo carinho e afeto. Aos meus familiares, em especial, Clóvis, pelo suporte e ajuda em todos os momentos.

A todos eles, dedico esta dissertação.

RESUMO

As práticas de governança corporativa visam mitigar os problemas oriundos da relação de agência, que surgem quando há a separação entre propriedade e controle da empresa. A Bovespa, no final do ano de 2000, introduziu o conceito de níveis diferenciados de práticas de governança corporativa, em que as empresas, para obter um dos selos (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado), devem seguir determinadas regras de práticas de governança. Esta dissertação tem como objetivo analisar se os preços das ações das companhias brasileiras possuem relação com sua decisão de adotar um dos níveis diferenciados de práticas de governança corporativa da Bovespa, divulgadas por meio de anúncios em jornais ou por adesão (por meio do registro) a um dos níveis de governança corporativa diferenciada na Bovespa. A pesquisa abrange o período de janeiro de 2001 a janeiro de 2006. Busca-se, dessa forma, aferir a eficiência informacional do mercado na forma semiforte. Essa análise é realizada por meio do retorno anormal das ações, considerando-se duas datas distintas de evento: a primeira como sendo a data em que ocorreu o anúncio em jornais da adesão a um dos níveis diferenciados de governança corporativa, constituindo a amostra da “Data do Anúncio”; e a segunda, como a data oficial do registro junto à Bovespa a um dos níveis de governança, constituindo a amostra da “Data de Adesão”. A metodologia consiste em um estudo de evento para se determinar o retorno anormal médio (\overline{AR}) e o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}) das amostras ao longo da janela do evento. Ao mesmo tempo, é elaborado um modelo multivariado que procura verificar o impacto de certas variáveis qualitativas (ADR, ELE, PRIV e FAM) no retorno anormal das ações. Os resultados referentes à amostra da Data do Anúncio indicam uma reação positiva do mercado com relação ao anúncio de migração a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, principalmente próximos à data do evento. Nesse contexto, as variáveis qualitativas não apresentaram influências estatisticamente significantes no retorno anormal. Já com a amostra da Data de Adesão, não houve evidências de retornos anormais médios positivos e estatisticamente significantes ao longo da janela do evento, e as variáveis qualitativas também não revelaram influências estatisticamente significantes no retorno anormal. Esses resultados corroboram para a teoria de Eficiência informacional de Mercado na sua forma semiforte, uma vez que a informação de migração a um dos níveis já fora divulgada pela empresa na Data do Anúncio (antes da data oficial de adesão).

ABSTRACT

Corporate Governance practices' aim is to mitigate the problems originated from managerial agency issues, which arise when corporate ownership and its control are detached. In the end of the year 2000, Bovespa (São Paulo Stock Exchange) introduced the concept of differentiated corporate governance practices levels (Level 1, Level 2 or "Novo Mercado"). In order to enter one of these levels the companies had to adhere to certain rules related to corporate governance practices. The goal of the dissertation herein is to analyze if Brazilian stocks' price is affected by the company's decision to adopt Bovespa corporate governance practices differentiated levels, which are released via newspaper announcements or via adherence (through registration) to one of Bovespa's corporate governance distinguished levels. Research encompasses the period between January 2001 and January 2006. The dissertation, therefore, seeks to detect the market information efficiency under the semi-strong format. The analysis is based on stocks' abnormal return, considering two distinct event dates: the first being the date of the adherence announcement in the newspapers, constituting the "Announcement Date" sample; and, the second, Bovespa's official registration date in one of the governance levels, constituting the "Adherence Date" sample. Methodology consists of an event study to determine the average abnormal return (\overline{AR}) and the average accumulated abnormal return (\overline{CAR}) of the samples during the event's window. Meanwhile, a multivariate model is developed in order to verify the impact of certain qualitative variables (ADR, ELE, PRIV and FAM) on the stocks' abnormal return. The Announcement Date sample results indicate a positive reaction from the market regarding the migration announcement to one of Bovespa's differentiated corporate governance levels, especially in the proximity of the event date. In this scenario, the qualitative variables statistically did not present significant influence in the abnormal return. In the Adherence Date sample, however, there were no evidences of positive average abnormal returns and statistically significant throughout the event's window. Moreover, the qualitative variables did not reveal statistically significant influence in the abnormal return. These results corroborate with the informational market efficiency theory in the semi-strong format, since the information concerning the migration to one of the levels had already been published in the Announcement Date (which took place before the official adherence date).

SUMÁRIO

1	O PROBLEMA DE PESQUISA	5
1.1	Introdução	5
1.2	Formulação da situação-problema	7
1.3	Objetivo	9
1.4	Justificativa da pesquisa	10
1.5	Delimitação	11
1.6	Hipóteses da pesquisa	12
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	14
2.1	Teoria de agência	14
2.1.1	O problema de agência levantando a questão da governança corporativa	14
2.1.2	Questão contratual	15
2.1.3	Problemas de agência entre acionista e gestor	16
2.1.3.1	Fatores limitantes aos agentes	17
2.1.4	Problemas de agência entre os próprios acionistas	20
2.1.5	Problemas de agência entre acionistas e credores	22
2.2	Governança corporativa e suas práticas	23
2.2.1	Contexto da governança corporativa	23
2.2.2	Práticas de uma boa governança corporativa	26
2.2.2.1	Conselho de administração	26
2.2.2.2	Estrutura de propriedade sob a ótica “uma ação, um voto”	28
2.2.2.3	Sistema de proteção legal ao acionista	29
2.2.3	Níveis de governança corporativa no Brasil	30
2.2.3.1	Nível 1	30
2.2.3.2	Nível 2	32
2.2.3.3	Novo Mercado	34
2.3	Por que a governança corporativa tornou-se importante	36
2.3.1	Escândalos corporativos	36
2.3.2	Aumento dos investidores institucionais	37
2.3.3	Internacionalização econômica	38
2.3.3.1	Investidores em busca de mercados com retornos mais atraentes	39
2.3.3.2	Capitalização de empresas nacionais junto ao exterior	40
2.4	Benefícios de uma boa governança corporativa	41
2.4.1	Diminuição do WACC	41
2.4.2	Melhor imagem corporativa	43
2.4.3	Mais controle da empresa	43
2.5	Eficiência de mercado	44

2.6	Abordagem do estudo de evento	47
2.6.1	Definição do evento	49
2.6.2	CrITÉrios de seleÇão da amostra	49
2.6.3	MensuraÇão dos retornos normais e anormais	49
2.6.4	Procedimentos de estimaÇão	51
2.6.5	Procedimentos de teste.....	52
2.6.6	Resultados empÍricos	52
2.6.7	InterpretaÇão e conclusões	52
3	METODOLOGIA.....	53
3.1	Métodos utilizados, modelo empÍrico e anÁlise de dados.....	54
3.1.1	Evento analisado e o perÍodo das janelas.....	55
3.1.2	Carteira de mercado e cÁlculo dos retornos	56
3.1.3	DeterminaÇão do modelo de estimaÇão	57
3.1.4	Diagnóstico do modelo de regressão	59
3.1.5	CÁlculo dos retornos anormais.....	59
3.1.6	AnÁlise por classes de variÁveis explicativas.....	60
3.1.7	AgregaÇão dos retornos anormais	63
3.2	DefiniÇão teórica e operacional das variÁveis	65
3.2.1	<i>American Depositary Receipts (ADR)</i>	65
3.2.2	Ano de eleiÇão presidencial	67
3.2.3	Empresa privada ou estatal	68
3.2.4	Empresa de controle familiar	68
3.3	Amostragem e coleta de dados	69
3.4	LimitaÇões da pesquisa	78
3.4.1	Tamanho da amostra.....	79
3.4.2	SeleÇão da amostra.....	79
3.4.3	ConcentraÇão da amostra	79
3.4.4	CaracterÍsticas de governanÇa corporativa da Bovespa	80
3.4.5	Causalidade entre as variÁveis	80
3.4.6	Erros nos dados	80
3.5	Modelo geral da pesquisa	81
3.6	Modelo esquemÁtico do teste de hipóteses	82
4	ANÁLISE DE RESULTADOS.....	83
4.1	Resultados da amostra da Data do AnÚncio	83
4.2	Resultados da amostra da Data de Adesão	89
4.3	ComparaÇão dos resultados (amostras da Data do AnÚncio e da Data de Adesão).....	94
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	97

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	100
ANEXO A – TESTE ESTATÍSTICO DE LINEARIDADE PARA A AMOSTRA DA DATA DO ANÚNCIO.....	106
ANEXO B – TESTE ESTATÍSTICO DE LINEARIDADE PARA A AMOSTRA DA DATA DE ADESÃO	113
ANEXO C – RESULTADOS DA REGRESSÃO MULTIVARIADA DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DA AMOSTRA DA DATA DO ANÚNCIO – <i>CROSS SECTION</i>.....	119
ANEXO D – RESULTADOS DA REGRESSÃO MULTIVARIADA DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DA AMOSTRA DA DATA DO ANÚNCIO – DADOS EM PAINEL.....	123
ANEXO E – RESULTADOS DA REGRESSÃO MULTIVARIADA DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DA AMOSTRA DA DATA DE ADESÃO – <i>CROSS SECTION</i>	124
ANEXO F – RESULTADOS DA REGRESSÃO MULTIVARIADA DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DA AMOSTRA DA DATA DE ADESÃO – DADOS EM PAINEL.....	128
ANEXO G – RESULTADOS DO ESTUDO DE CADA EMPRESA PARA CADA DIA DA JANELA DO EVENTO - AMOSTRA DA DATA DO ANÚNCIO	129
ANEXO H – RESULTADOS CONSOLIDADOS DO ESTUDO PARA CADA DIA DA JANELA DO EVENTO - AMOSTRA DA DATA DO ANÚNCIO	131
ANEXO I – RESULTADOS DO ESTUDO DE CADA EMPRESA PARA CADA DIA DA JANELA DO EVENTO - AMOSTRA DA DATA DE ADESÃO	132
ANEXO J – RESULTADOS CONSOLIDADOS DO ESTUDO PARA CADA DIA DA JANELA DO EVENTO - AMOSTRA DA DATA DE ADESÃO.....	134

LISTA DE QUADROS

Quadro 3.1. Variáveis qualitativas do modelo multivariado	55
Quadro 3.2. Empresas excluídas da amostra da Data do Anúncio	75
Quadro 3.3. Empresas excluídas da amostra da Data de Adesão	76
Quadro 3.4. Amostra final de empresas para a amostra da Data do Anúncio.....	77
Quadro 3.5. Amostra final de empresas para a amostra da Data de Adesão.....	78
Quadro 4.1. Freqüência dos anúncios de adesão por fonte	83
Quadro 4.2. Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data do Anúncio cross section.....	84
Quadro 4.3. Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data do Anúncio dados em painel	85
Quadro 4.4. Resultados do estudo de evento da amostra da Data do Anúncio	86
Quadro 4.5. Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data de Adesão cross section	90
Quadro 4.6. Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data de Adesão dados em painel	91
Quadro 4.7. Resultados do estudo de evento da amostra da Data de Adesão	92

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1. Ativos financeiros dos investidores institucionais.....	38
Gráfico 3.1. Histórico Dólar Ptax e Ibovespa.....	67
Gráfico 4.1. Média do retorno anormal acumulado amostra da Data do Anúncio	88
Gráfico 4.2. Teste Z da média do retorno anormal acumulado amostra da Data do Anúncio	88
Gráfico 4.3. Média do retorno anormal acumulado amostra da Data de Adesão	93
Gráfico 4.4. Teste Z da média do retorno anormal acumulado amostra da Data de Adesão	94

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1. Impacto no custo médio ponderado de capital	42
Figura 2.2. Fases de um estudo de evento.	48
Figura 2.3. Linha do tempo de um estudo de evento.....	51
Figura 3.1. Linha do tempo do presente estudo de evento	56
Figura 3.2. Modelo geral de pesquisa.....	81
Figura 3.3. Modelo esquemático do teste de hipóteses.....	82

1 O PROBLEMA DE PESQUISA

“The flapping of a single butterfly's wing today produces a tiny change in the state of the atmosphere. Over a period of time, what the atmosphere actually does diverges from what it would have done. So, in a month's time, a tornado that would have devastated the Indonesian coast doesn't happen. Or maybe one that wasn't going to happen, does.”

(Ian Stewart, *Does God Play Dice? The Mathematics of Chaos*)

1.1 Introdução

A crescente globalização dos mercados de capitais internacionais fez com que os investidores – sejam eles fundos de pensão, bancos ou até mesmo pessoas físicas – passassem a buscar outras fontes de investimentos, tanto em ações como em títulos de dívida. No Brasil, constatou-se um grande fluxo de capitais provenientes do mercado externo, uma vez que, além dos papéis do mercado brasileiro apresentarem retornos bastante atrativos, os fundamentos econômicos do país demonstraram mais solidez e segurança ao investidor a partir do Plano Real. Atualmente, existem analistas estudando a conjuntura política e econômica dos países, realizando diversas projeções e análises de sensibilidade de acordo com os cenários traçados. Ao mesmo tempo, muitos se aprofundam em estudos setoriais a fim de determinar em quais deles há uma probabilidade maior de os investimentos darem retornos almejados pelos acionistas e detentores de títulos. Entretanto, não é suficiente apenas focar na análise dos números e deixar de lado os fatores inerentes aos procedimentos administrativo-políticos da empresa. Dentro dessa ótica, torna-se um diferencial competitivo voltar a atenção a um indicador não quantitativo para a análise de uma empresa: a questão da governança corporativa.

Nos dias atuais, o tema tem se tornado discussão em diversas esferas dos ambientes empresarial e acadêmico. Ao mesmo tempo, por se tratar de um recente debate, diversas questões surgem acerca do assunto. No Brasil, o termo governança corporativa passou a ser utilizado com mais frequência depois de 1995, época em que foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), órgão responsável pela promoção e difusão das práticas de uma boa governança nas empresas. Seu uso se intensificou a partir da criação dos níveis diferenciados de governança pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), no final de 2000, além da aprovação da Nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei número 10.303 de 31 de

outubro de 2001).

Basicamente, as práticas de governança corporativa visam mitigar os problemas oriundos da relação de agência, que surgem quando há a separação entre propriedade e controle da empresa. Segundo Brigham e Weston (2000: p.18), nem sempre os interesses dos proprietários e administradores são convergentes, ou seja, há conflitos de interesses em potencial entre os principais (acionistas externos) e o agente (gerente); ou entre os acionistas e os credores. Tal situação gera a necessidade de uma série de práticas que harmonizem os envolvidos na condução dos negócios da empresa.

Rocca (2001) demonstra evidências de que a configuração e a importância do mercado de capitais nos vários países dependem da proteção dada aos investidores e da garantia de aplicação da lei. Como consequência, os prêmios de risco e, portanto, os custos de capital, são menores.

Dentro deste contexto, insere-se a relação das práticas incipientes de governança corporativa, adicionado ao fato de alguns mercados de capitais não estarem ainda tão desenvolvidos. A falta de transparência na divulgação de informações por parte das empresas, conforme apontado por Bushman e Smith (2003), pode comprometer a atração dos investidores. Isso ocorre porque estes não possuem informações suficientes para avaliar as alternativas de investimento. Assim, se sentirão inseguros para injetar capital em uma companhia na qual há uma carência em relação à transparência de suas estratégias, políticas, performance e planos de investimento. Concomitante, quando ocorre uma desproporção de poderes conferidos entre os acionistas majoritários e os minoritários, estes últimos passam a buscar outras fontes de investimento. Esse dado vai ao encontro dos comentários de La Porta *et al* (2000). Eles demonstram que, em alguns países, o problema de agência se configura entre os pequenos investidores externos e os acionistas controladores, que possuem controle quase total sobre os gestores, além da própria visão que o mercado faz sobre a companhia em questão.

Diante dessas circunstâncias, é de se esperar que organizações que adotem as melhores práticas de governança corporativa tendem a apresentar melhores resultados e, conseqüentemente, mais valor para os acionistas. Desse modo, o presente trabalho visa investigar, por intermédio de um estudo de evento, se as adoções das práticas superiores de governança corporativa, inerentes aos segmentos diferenciados da Bovespa, determinaram um

fator diferencial na valorização dos retornos dos preços das ações das empresas que aderiram àquelas.

1.2 Formulação da situação-problema

Segundo Jensen e Meckling (1976: p. 05), uma relação de agência existe quando um indivíduo, chamado “agente”, age no lugar de outro, chamado de “principal”. Investidores contratam profissionais para trabalhar na gestão de seus negócios. Nesta conjuntura, há uma relação entre o executivo e o acionista. Este contrata os serviços de um profissional, uma vez que não possui a mesma especialização e conhecimentos específicos de um agente; e ele (o principal) geralmente possui apenas os ativos financeiros. Isso também ocorre no caso de o principal carecer de recursos para gerir suas atividades. Um exemplo seria um dono de empresa sobrecarregado com as diversas tarefas de seu negócio e, portanto, precisando de mais tempo para resolver todas as questões. Logo, haveria necessidade de contratar mão-de-obra para suprir a escassez de tempo. Em muitos casos, é preciso a contratação de profissionais qualificados para exercer atividades administrativas e cargos de confiança.

Essa separação de propriedade e controle da empresa aliada à assimetria de informações gera um potencial problema de agência. Investidores passam a se expor ao risco da expropriação de riqueza por parte dos gestores. Dentro desse contexto, as práticas de uma boa governança corporativa despontam como importante forma de assegurar o retorno dos investimentos aos acionistas. Segundo La Porta *et al* (2000: p. 02) a governança corporativa engloba um conjunto de mecanismos cuja finalidade é proteger os investidores externos contra a expropriação dos agentes e acionistas controladores.

No entanto, de acordo com Jandik e Rennie (2005: p. 01), a dinâmica da governança, na maior parte dos países emergentes, é, de certa forma, menos transparente, uma vez que as empresas localizadas nesses lugares operam em ambientes com deficiências nos sistemas legais, bem como possuem um mercado de capitais e sistema contábil que podem inibir mudanças de governança. Logo, a estrutura de governança nos referidos locais, incluindo o Brasil, é vista por alguns dos investidores como um sistema aquém das condições necessárias para uma atração maior de capital.

Analisando mais especificamente a estrutura de governança das empresas, La Porta *et al*

(1999: p 494) constataram em seus estudos que o modelo de governança mais comum visto nas empresas de 27 países é o de estrutura de propriedade concentrada com participação ativa dos acionistas majoritários. Estes, por sua vez, exercem o controle quase total sobre os agentes. Tal fato é evidenciado também no Brasil, pelo estudo de Leal e Valadares (2002). Deste modo, configura-se o problema de agência, principalmente, entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

Diante desse quadro, torna-se imprescindível criar um ambiente propício às práticas de governança nesses países. No Brasil, iniciativas governamentais e institucionais passaram a ocorrer para incentivar o aprimoramento das práticas de governança corporativa no país, como a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995, e a aprovação da Nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei número 10.303, de 31 de outubro de 2001). Como incentivo, estabeleceu-se ainda a adoção das boas práticas de boa governança como uma das condições preferenciais para a concessão de financiamento pelo BNDES e a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Esta última definiu a existência de três níveis que atestam o grau de adoção das práticas de governança de uma companhia – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Em função dos mecanismos adotados (dentro dos critérios estabelecidos pela Bovespa), a empresa adquire um determinado selo (sendo o Nível 1 com regras mais brandas e o Novo Mercado com padrões mais elevados de práticas de governança). Assim, organizações que pretendem migrar para um dos níveis mencionados, devem atender aos requisitos de adoção das práticas de governança estabelecidos pela Bovespa para cada um dos segmentos.

A reconfiguração de uma empresa de modo a migrar do mercado tradicional para os níveis diferenciados da Bovespa demonstra uma mudança estrutural no modelo de sua governança. Torna-se imprescindível analisar se esse movimento traduz-se em uma geração de valor para a empresa. Diante desse cenário, o presente estudo visa, por meio de um estudo de evento, investigar se determinadas empresas brasileiras apresentaram um suposto retorno anormal nos preços das ações após o evento de anúncio ou de adesão das práticas e regulamentos requeridos para o ingresso em um dos segmentos com práticas de governança diferenciadas da Bovespa.

1.3 Objetivo

O presente trabalho pretende analisar se os preços das ações das empresas brasileiras possuem relação com sua decisão de adotar um dos níveis diferenciados de práticas de governança corporativa da Bovespa – divulgadas por meio de anúncios em jornais, no período de janeiro de 2001 a janeiro de 2006, ou ainda pela adesão (por meio do registro) a um dos níveis de governança corporativa diferenciada na Bovespa. Busca-se, dessa forma, aferir a eficiência informacional do mercado na forma semiforte. Logo, é possível perceber que a análise do retorno anormal será feita considerando-se duas datas distintas de evento: a primeira na qual ela é considerada como a data de ocorrência do anúncio em jornais a respeito da migração a um dos níveis diferenciados de governança corporativa, denominado “Data do Anúncio”; e a segunda, na qual ela é a data oficial do registro junto à Bovespa a um dos níveis de governança, denominado “Data de Adesão”.

No presente trabalho, denomina-se como uma empresa que adota as práticas superiores de governança corporativa aquela que ocupa um dos segmentos diferenciados de governança da Bovespa: Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. Mais especificamente, a pesquisa visa contemplar os seguintes pontos:

- verificar, por meio de uma análise quantitativa dos preços das ações, se uma empresa que aderiu a um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa passou a apresentar retornos anormais, tanto após a Data do Anúncio de migração como após a Data de Adesão na Bovespa, para um dos segmentos diferenciados de práticas de governança corporativa;
- verificar se o mercado brasileiro reage positivamente com relação à decisão das empresas em migrar para um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa, analisando o valor dos preços das ações tanto antes como após a data do evento de adoção de um dos referidos níveis.
- contribuir para o estudo relativo ao tema da governança corporativa com a exposição da importância e dos benefícios desse assunto para as empresas e com a descrição dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

1.4 Justificativa da pesquisa

Ao adotar as melhores práticas de governança corporativa, uma empresa passa por mudanças estruturais na forma de gerir o seu cotidiano. Tal fato decorre da implementação de procedimentos relacionados ao tratamento equitativo dos acionistas, à transparência nas informações divulgadas, à responsabilidade dos administradores e aos sistemas de proteção legal aos investidores, objetivando protegê-los de eventual expropriação de riqueza e assegurar-lhes o retorno de seus investimentos. Logo, uma empresa que promove investimentos ligados à melhoria de sua governança tende a possuir mais credibilidade e chances de serem melhor avaliada pelos fornecedores de recursos financeiros.

Assumindo esse raciocínio, a adesão das melhores práticas de governança corporativa se mostra alinhada com o fundamento de maximização de riqueza do acionista. Segundo Rappaport (1998: p. 01): "(...) avaliar a empresa como intuito de gerenciá-la com base na evolução do seu valor é preocupação atual de praticamente todos os principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista provavelmente se torne o padrão global para mensuração do desempenho do negócio". Gestores de organizações que se comprometem a assumir práticas superiores de governança corporativa buscam aumentar o valor para os acionistas. Por exemplo, a realização de mudanças com relação à estrutura de propriedade e controle de uma empresa, transformando todas as ações da empresa em ordinárias, afetaria de algum modo as estratégias vigentes, bem como a maneira pela qual as decisões passam a ser tomadas. Conseqüentemente, isso se traduziria em mudanças no valor da companhia.

A Bovespa, em 2001, criou os segmentos diferenciados de práticas de governança corporativa, que estabelecem uma série de requisitos para que uma empresa faça parte dela. Basicamente, essa medida veio a incentivar e viabilizar mais transparência e uma participação mais efetiva dos acionistas (principalmente minoritários) nas políticas e decisões organizacionais. Algumas companhias passaram a investir nas melhorias de governança em sua estrutura, e, atualmente, o Índice de Governança Corporativa (IGC), segundo a Bovespa (2006), conta com 64 empresas (data base: 18 de fevereiro de 2006).

Esse movimento de migração para os níveis de governança da Bovespa tem demonstrado, de certa forma, o interesse por parte dos gestores em melhorar as práticas até então adotadas. No

entanto, é importante analisar se essa adoção tem gerado valor para o acionista. Ao mesmo tempo, cabe pesquisar se as práticas requeridas pela Bovespa para a entrada em um dos níveis são eficazes na criação de valor para o investidor.

No Brasil, os trabalhos empíricos mais conclusivos no que tange ao tema de governança corporativa e à sua relação com o valor da empresa estão em um estágio de amadurecimento. Já no exterior, segundo Patterson (2002) *apud* Pedreira (2005: p. 06), estudos relacionados à governança corporativa e ao valor das empresas estão em uma fase mais avançada quando comparados ao Brasil, uma vez que existe uma série de pesquisas já desenvolvidos dentro dessa linha.

Dada a importância do tema, torna-se imperativo a realização de pesquisas dentro do campo de governança corporativa e sua relação com o valor das empresas, com a finalidade de compreender melhor o assunto, analisar os diversos mecanismos, levantar as suas conseqüências e diagnosticar o rumo das estruturas empresariais diante desse contexto. Ao mesmo tempo, tanto a esfera acadêmica como o mundo corporativo possuem o interesse em inferir se as práticas superiores de governança colocadas pela Bovespa estão gerando valor para os acionistas. Por fim, entender a reação do mercado diante das empresas que investem na sua governança é uma questão-chave que o presente estudo visa investigar. Para tanto, é analisada a existência ou não de retornos anormais frente aos anúncios de adesão às práticas diferenciadas de governança, bem como após a data oficial de adesão junto a um dos níveis de governança da Bovespa.

1.5 Delimitação

O presente estudo parte da premissa de que as regras colocadas pela Bovespa para uma organização ser listada em um dos segmentos diferenciados de práticas de governança são inerentes à adoção de uma boa governança corporativa. Deste modo, a governança corporativa, nesta pesquisa, se traduz na presença (ou no anúncio de adesão) da empresa no Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bovespa, não buscando a relação do valor das ações das empresas com práticas que não estejam incorporadas a um dos níveis. Portanto, não foram objetos de estudo fundamentos de governança associados à teoria de contratos. Nesta, são abordados os riscos de comportamentos oportunistas em situações de contratos incompletos – conforme exposto nos estudos de Alchian e Demsetz (1972), Grossman e Hart

(1986) – e economia dos custos de transação – de acordo com os trabalhos de Coase (1937). Paralelamente, em se tratando do Nível 1 da Bovespa, não é levada em consideração a questão da estrutura do conselhos de administração, conforme descrito por Fama e Jensen (1983) e Carlsson (2001).

Esta pesquisa também considera que o mercado é eficiente na sua forma semiforte, de acordo com a definição de Fama (1970). Isso implica assumir que o mercado é racional e absorve as informações divulgadas publicamente. Dessa maneira, não foi objeto de estudo no presente trabalho a análise da reação do mercado dentro da ótica das finanças comportamentais, proposta por Thaler e Barberis (2002) e Shiller (2002). Estes últimos assumem que o mercado como um todo não age de forma totalmente racional, logo, as informações podem não estar totalmente refletidas nos preços das ações.

1.6 Hipóteses da pesquisa

Considerando que o presente estudo pretende analisar o retorno anormal em duas segmentações de datas do evento (Data do Anúncio e Data de Adesão), serão testadas quatro hipóteses de pesquisa. Seguem abaixo as hipóteses testadas com relação à Data do Anúncio como sendo a data do evento:

H_0 (Hipótese Nula): o anúncio de adoção das práticas superiores de governança corporativa, de acordo com as regras para listagem no Índice de Governança Corporativa da Bovespa (IGC), não gera retornos anormais nos preços das ações das empresas brasileiras analisadas.

H_1 (Hipótese Um): o anúncio de adoção das práticas superiores de governança corporativa, de acordo com as regras para listagem no Índice de Governança Corporativa da Bovespa (IGC), gera retornos anormais nos preços das ações das empresas brasileiras analisadas.

Na seqüência, as hipóteses testadas com relação à Data de Adesão como sendo a data do evento:

H_0' (Hipótese Nula): a efetiva adoção das práticas superiores de governança corporativa, de acordo com as regras para listagem no Índice de Governança Corporativa da Bovespa (IGC), não gera retornos anormais nos preços das ações das empresas brasileiras analisadas.

H_1' (Hipótese Um): a efetiva adoção das práticas superiores de governança corporativa, de acordo com as regras para listagem no Índice de Governança Corporativa da Bovespa (IGC), gera retornos anormais nos preços das ações das empresas brasileiras analisadas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Teoria de agência

Jensen e Meckling (1976: p. 05) definem a relação de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) nomeia outra pessoa (agente) para exercer alguns serviços para si, envolvendo a delegação da autoridade na tomada de decisões em alguns aspectos. A seguir, serão levantadas essas relações entre os gestores, acionistas e credores, bem como a questão contratual, procurando compreender os problemas de agência e o seu contexto na governança corporativa.

2.1.1 O problema de agência levantando a questão da governança corporativa

Um dos aspectos centrais que levaram a difusão da governança corporativa são os problemas ligados à agência. Em muitas ocasiões, existe o conflito de interesses entre os gestores, acionistas e credores. Os primeiros possuem, em tese, mais informações acerca dos negócios em relação aos outros dois e podem colocar seus interesses pessoais à frente dos da empresa. Tal fato caracteriza o problema de agência. As ações dos gestores não são perfeitamente observáveis, o que faz com que acabem exercendo um esforço aquém do exigido ou direcionem os recursos da firma para benefícios que não estão ligados ao interesse da empresa. Conseqüentemente, a companhia necessita arcar com custos associados à agência, como monitoramento e controle, seguros contra danos causados por funcionários, custos para modernizar o processo de tomada de decisão, bônus e gratificações.

Seguindo a linha de pensamento de Shleifer e Vishny (1997: p. 740), a essência do problema de agência é a separação da propriedade e do controle. De um lado, existem os investidores que necessitam da mão-de-obra especializada dos administradores para que o capital seja aplicado em atividades que os remunerem. De outro, os gestores necessitam de capital desses investidores para prover recursos financeiros aos seus projetos e negócios. Dentro desse contexto, os autores definem o problema de agência como as dificuldades que os financiadores possuem para garantir que os seus fundos não sejam expropriados ou gastos em projetos não atrativos.

2.1.2 Questão contratual

Todo esse problema relacionado à possibilidade de expropriação possui forte correlação com a questão contratual. De acordo com Church e Ware (2000: p. 72), os contratos alinham incentivos das contrapartes, fornecendo mecanismos em uma transação para assumir seus respectivos comportamentos futuros. Assim, caso a punição do não cumprimento do contrato faça com que uma das partes seja mais prejudicada em comparação ao seu cumprimento, o incentivo a agir fora dos termos contratuais será atenuado, se não eliminado. Porém, para que os contratos sejam eficazes, devem conter uma série de cláusulas cobrindo possíveis problemas relacionados à expropriação por alguma das partes. Segundo Hart (1987), os custos associados à elaboração de um contrato completo e eficaz são:

- custos para determinar ou antecipar todas as possíveis contingências (fatos que podem ocorrer), buscando uma adaptação eficiente;
- custos para se atingir um acordo para cada contingência importante;
- custos de se escrever o contrato em termos e condições precisas, compreendido e interpretado como em tribunal;
- custos de monitoramento;
- custos de aplicabilidade, uma vez que, no caso da falha no cumprimento do contrato, ou mesmo na sua quebra, custos serão incorridos para se exercer tal documento.

Quando os contratos conseguem cumprir todos os quesitos acima, sem apresentar brechas, são considerados completos, pois não precisam ser revisados, alterados; ou são perfeitamente aplicáveis.

Contudo, dificilmente um contrato é completo. Segundo Hart (1987), geralmente existem certas contingências que não foram observadas ou a linguagem não foi perfeitamente precisa, fazendo com que haja contratos incompletos. Aqueles que envolvem situações complexas, principalmente uma relação entre duas partes que se estendem no longo prazo, revelam o risco de não apresentar o alinhamento perfeito de interesses, fazendo com que um dos lados seja prejudicado pelo comportamento oportunístico da outra parte. Isso é factível de ocorrer na relação de um agente e um principal, uma vez que se pressupõe que haverá uma relação de

longo prazo entre ambas as partes, dando margem para o surgimento de contingências não previstas contratualmente ou para uma ambígua interpretação.

2.1.3 Problemas de agência entre acionista e gestor

Os motivos que levam os acionistas a direcionarem seus recursos para a administração de terceiros são a reputação e a idoneidade de suas atitudes. Outra razão é a competência que possuem no investimento dos recursos em busca de rentabilidade. Todavia, algumas vezes, essas causas sucumbem em vista de uma administração que prioriza a procura de seus interesses.

Muitas vezes, os acionistas possuem menos informações referentes ao andamento dos negócios em relação aos gestores, fazendo com que estes últimos passem a exercer atitudes que levem a expropriar a riqueza do investidor.

Isso é mais visível em companhias nas quais o controle acionário está bastante pulverizado. Becht *et al* (2005: p. 11) afirmam que, quando os acionistas estão muito pulverizados e não adotam um comportamento ativo, é possível que os administradores mudem as regras a seu favor *ex-post*. Isso faz com que o monitoramento dos agentes na condução dos negócios por parte dos acionistas seja dificultado. Basicamente, os autores colocam três razões para que a propriedade esteja pulverizada: a riqueza do investidor pode não ser suficiente para um montante grande de investimentos; a questão da diversificação de carteiras; e, finalmente, a liquidez (muitas ações não são negociáveis rapidamente).

Cabe ressaltar que o objetivo da administração de uma empresa é a maximização do valor para os acionistas. Segundo Rappaport (1998: p. 02), o principal objetivo do planejamento estratégico de uma corporação é criar valor ao acionista. Dentro dessa linha, Williamson (1984) aponta que, num mundo de contratos incompletos, os acionistas estão relativamente menos protegidos do que os outros investidores, o que pode comprometer o cumprimento do objetivo de maximização de valor ao acionista. Os credores, por exemplo, podem possuir mais proteção por intermédio de um colateral ou por meio da diminuição do prazo da dívida. Já os acionistas possuem um contrato aberto, sem proteções específicas. Por isso, Williamson (1984) defende que os acionistas são os que mais necessitam de mecanismos de proteção. Seguindo essa linha de raciocínio, as regras de governança corporativa devem ser feitas para

atender prioritariamente ao interesse dos acionistas. Mas isso é passível de amplas discussões, uma vez que o acionista, por possuir direitos residuais em termos de recebimento dos lucros da empresa, está sujeito a riscos maiores no recebimento dos ganhos.

Mas é válido ressaltar que, apesar dos problemas inerentes ao conflito de interesses, existem diversos fatores, sejam eles por forças do mercado ou por mecanismos internos deliberados pela empresa, que limitam a ação dos administradores em agir conforme o seu próprio interesse.

2.1.3.1 Fatores limitantes aos agentes

Apesar de os acionistas estarem desprotegidos com relação às atitudes dos gestores nas organizações, existem diversos fatores que limitam sua probabilidade de expropriação da riqueza pelos administradores. Estes, basicamente, correm os seguintes riscos: aquisição hostil por uma outra empresa, existência de grandes investidores, compensação de executivos, *yardstick competition* e mercado de trabalho dos administradores.

Aquisição hostil

Marris (1964) argumenta que, ao não se atingir a maximização dos lucros de uma determinada empresa, o valor de suas ações diminui, e isso induz os empreendedores externos a comprarem essa companhia, trocar os gestores e direcioná-la à maximização da riqueza.

Nessas circunstâncias, os administradores passam a temer uma aquisição hostil porque correm o risco de perder os seus empregos e, conseqüentemente, a deteriorar sua reputação como profissional no mercado de trabalho. Esse fenômeno da aquisição hostil é mais presente nos Estados Unidos, sendo um aspecto pouco relevante na realidade brasileira.

Existência de grandes investidores

Grandes investidores podem ser acionistas com grande concentração de ações em suas mãos ou mesmo credores que possuem grandes quantias emprestadas à organização. Geralmente, possuem uma elevada quantia de capital comprometida na empresa e, por isso, acreditam que os custos associados ao monitoramento e ao controle são necessários para se assegurar um

retorno aos seus investimentos.

Segundo Becht *et al* (2005: p. 46), os grandes acionistas possuem poder para escolher os membros do conselho de administração que forem mais favoráveis às suas decisões, sendo possível exercer o poder pelo bloqueio das ratificações das decisões desfavoráveis a si ou, possivelmente, pelo início da tomada de decisões.

Ao mesmo tempo, os grandes credores acabam por exigir que seus empréstimos sejam honrados dentro dos termos preestabelecidos, requerendo uma série de exigências que demandam um trabalho intenso por parte dos gestores.

Em suma, pode-se notar que os grandes investidores podem exercer grande influência sobre os administradores, monitorando-os mais de perto e implementando mudanças na equipe, quando necessário. No entanto, a concentração gera outro tipo de problema, relacionado ao conflito de interesses entre os acionistas majoritários e os minoritários. Conforme colocado por Carvalho (2003: p. 02), os minoritários dependem da proteção de seus direitos, como regras adequadas, transparência de informação e *enforcement*, o que determinará a sua participação ou não nos investimentos da companhia. Este tópico será detalhado na seção 2.1.4.

Compensação de executivos

Outra forma de se melhorar a proteção aos proprietários é colocar as recompensas dos gestores e os objetivos dos acionistas dentro de um mesmo direcionamento.

Segundo Goldberg e Idson (1995: p. 315), os gestores buscam a maximização da utilidade, logo, é esperado que eles tentem extrair os ganhos de uma empresa em que há uma falta de controle de propriedade. Na pesquisa, os autores demonstram que há uma relação significativa entre os efeitos de agência e a compensação de executivos. Assim, torna-se factível a minimização do problema de agência por uma compensação dos executivos alinhada com os seus próprios interesses.

Rappaport (1999: p. 92) expõe que o principal objetivo em fornecer valor superior aos acionistas pode ser atingido em três fases: compensar a alta gestão apenas se eles

apresentarem uma performance superior à dos concorrentes; determinar a contribuição de cada unidade de negócio para o preço da ação da companhia como um todo; e envolver todos os administradores com o compromisso de gerar valor ao acionista. Essa abordagem instiga um ambiente dentro da empresa propício ao alinhamento de interesses entre acionistas e gestores.

John *et al* (2000) mostram através de um modelo, como isso pode ser feito em bancos. Eles utilizam um modelo que tem como finalidade uma atuação mais direta para controlar efetivamente o risco que a ação dos gestores dos bancos pode gerar a seus depositantes. Esse modelo procura incorporar, dentro do prêmio de seguro dos depósitos, as características de compensação dos gestores. Estes, então, procurarão alinhar as decisões de investimentos com seus próprios interesses. Cabe à instituição financeira determinar uma estrutura de compensação dos gestores que se alinhe com a política ótima de investimentos do banco, fazendo com que os gestores tomem decisões que elevem a riqueza própria e, ao mesmo tempo, maximizem o valor para os bancos.

Yardstick Competition

Os incentivos não podem ser estabelecidos perfeitamente, uma vez que o lucro é uma medida imperfeita do esforço dos gestores. Entretanto, permitem que, ao se comparar a performance de um funcionário com a dos demais, obtenha-se uma informação mais precisa sobre seu desempenho.

Tirole (1988: p. 42) indica que o *yardstick competition* é análogo ao uso da autoridade para compensar os agentes quando suas performances são observáveis, mas não verificáveis. Para tanto, esse processo baseia-se na comparação do desempenho dos agentes. Ele é potencialmente aplicável na comparação da performance dos gestores de uma divisão ou da performance dos gestores com a dos concorrentes. Nesse sentido, parte da compensação dos administradores sobre a média do lucro do setor de atuação.

Mercado de trabalho dos administradores

Geralmente, os gestores possuem preocupação com relação às suas carreiras, tanto dentro como fora da organização. Church e Ware (2000: p. 98) colocam o seguinte raciocínio: o

mercado de ações viabiliza a performance e prospectos da empresa, incluindo a habilidade e planos da administração; essas informações são capturadas nos preços das ações. Logo, os gestores – que são vistos por não terem protegido adequadamente e se antecipado aos interesses dos acionistas – acabam penalizados no mercado com compensações mais baixas e redução no valor de seu capital humano.

A preocupação com o futuro de sua carreira e a reputação a ser zelada perante o mercado de trabalho fazem com que os administradores das empresas passem a trabalhar seriamente para atingir os resultados positivos e adicionar valor aos acionistas.

2.1.4 Problemas de agência entre os próprios acionistas

Conforme discutido na seção anterior, a existência de acionistas majoritários pode amenizar o problema de agência entre os acionistas e os gestores. No entanto, Becht *et al* (2005: p. 46) afirmam que, em países onde o “gerenciamento próprio” pelos acionistas majoritários não é rigorosamente regulado, eles podem ser a fonte de problemas na governança corporativa da empresa, ao invés de serem a solução. Esses acionistas majoritários podem passar a expropriar a riqueza dos acionistas minoritários, uma vez que exercem, de certa forma, uma influência maior na direção da empresa.

Segundo Shleifer e Vishny (1997: p. 758), os grandes investidores preocupam-se com os seus próprios interesses, que não necessariamente coincidem com aqueles dos demais, ou até mesmo com o interesse dos funcionários. Isso pode resultar na expropriação de riqueza do pequeno pelo grande investidor. Como consequência, os potenciais pequenos investidores passam a não injetar recursos financeiros em empresas com tais dificuldades, levando à queda de recursos provenientes de investidores externos. Dentro desse contexto, Shleifer e Vishny (1997: p. 760) vêem a inexistência de proteção ao pequeno investidor como uma das possíveis causas para que, em muitos países da Europa Continental, como Itália, Alemanha e França, o mercado público de ações seja relativamente pequeno.

Os problemas de agência entre os acionistas se agravam, principalmente, quando existe a diferenciação com relação ao direito de voto. Fatos que comprovam os custos de agência são os diversos estudos relacionando o valor das ações com direito a voto e as sem direito (ações ordinárias versus ações preferenciais). Zingales (1994: p. 127) aponta que ações ordinárias na

bolsa de Milão possuem um prêmio de 82% sobre as ações preferenciais. Isso ocorre porque os controladores poderiam adotar medidas que aumentassem os seus próprios ganhos em detrimento dos demais investidores.

No Brasil, a estrutura acionária de diversas empresas está dividida em ações ordinárias (com direito a voto) e preferenciais (sem direito a voto). Isso, de certa forma, cria um conflito de interesses entre esses dois tipos de acionistas e, conseqüentemente, não contribui para uma melhor governança corporativa da empresa. Tal fato é de extrema relevância para esse assunto. Em 2001, foi criado o segmento acionário denominado Novo Mercado. Nele, o principal aspecto refere-se à composição de 100% de ações ordinárias da empresa (o Novo Mercado será detalhado na seção 2.2.3.3).

Silveira (2004, p.56) descreve de forma sucinta as características do mercado de capitais e o modelo geral de governança corporativa adotado pelas empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa:

- estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- pouca clareza da divisão de papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante; e
- estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

As empresas brasileiras possuem o direito de configurar uma estrutura acionária, na qual é possível compor um terço das ações em ordinárias e os outros dois terços em preferenciais. Teoricamente, quem possuir mais da metade das ações ordinárias, ou seja, 17% das ações da empresa, detém o controle dela. Claramente, pode-se notar que essa estrutura possibilita a um

único investidor ter o poder sobre a empresa, injetando uma soma menor de recursos quando comparada a uma estrutura acionária de 100% do capital em ações ordinárias. Leal e Valadares (2002, p. 09) demonstram em seus estudos que, no Brasil, o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores, juntos, possuem 78% delas. Diferente das empresas americanas, em que o principal conflito de agência é proveniente entre os acionistas e os gestores (uma vez que a estrutura de propriedade está pulverizada), as companhias brasileiras enfrentam o problema de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários.

Deste modo, conforme mencionado por Silveira (2002: p. 32), no caso brasileiro, há poucas vantagens na existência de um grande acionista controlador – o qual opera como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados. Isso acontece porque, apesar da forte concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual daquelas sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam outras *holdings* que controlam empresas) faz com que muitos sejam, de fato, acionistas minoritários de tais companhias, por não possuírem a maioria do capital social. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na instituição, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

2.1.5 Problemas de agência entre acionistas e credores

Um outro problema de agência pode ocorrer entre os acionistas e os credores. Segundo Shleifer e Vishny (1997: p. 760), a expropriação de riqueza pelos grandes investidores torna-se potencialmente mais significativa quando outros investidores possuem direitos diferentes no fluxo de caixa da empresa.

Como os acionistas possuem direitos residuais na estrutura de recebimento dos ganhos, eles certamente buscarão investimentos com mais retorno e risco para aumentar o montante a ser coletado. A existência de capital de terceiros faz com que estes sejam remunerados primeiro, e, caso haja um lucro residual, o acionista será remunerado. Logo, para este escolher entre uma alternativa que pague totalmente o capital de terceiros, mas não remunere o seu capital, e uma outra, arriscada, que possa comprometer os credores ou acarretar ganhos que os compensem e gerem um lucro residual, certamente, ele buscará esta segunda alternativa.

Diante desse quadro, o acionista induziria os gestores a praticarem investimentos mais arriscados, ao invés dos mais conservadores, podendo comprometer a posição dos credores.

Jensen e Meckling (1976: p.41) fazem uma observação sobre a estrutura de capital de uma empresa. Eles comentam acerca de um cenário extremo em que uma organização possui quase 100% do capital proveniente de terceiros. Nesse caso, o acionista terá forte incentivo em se engajar em atividades (investimentos) que gerem um elevado retorno, mesmo que haja uma pequena probabilidade de sucesso. Se der certo, o acionista auferirá grande parte dos ganhos, mas, se o projeto não obtiver êxito, os credores sofrem pela maior parte dos custos.

No entanto, para que esse problema não ocorra, os credores possuem certos mecanismos para se proteger contra comportamentos de acionistas que venham a comprometer o valor da dívida. Jensen e Meckling (1976: p.45) listam certos procedimentos adotados, como: cláusulas que impõem restrições sobre a decisão dos gestores com relação à distribuição de dividendos, futuras contratação de dívidas e manutenção do capital de giro. Paralelamente, para que haja uma proteção mais completa, essas cláusulas devem detalhar e cobrir a maior parte dos aspectos operacionais da empresa, incluindo as limitações com relação ao risco dos projetos engajados.

2.2 Governança corporativa e suas práticas

Em função dos crescentes problemas associados à relação de agência e à assimetria de informações, diversos estudos apontaram as práticas superiores de governança corporativa como mitigantes para tais questões. A seguir, serão analisados o contexto no qual a governança se insere e os mecanismos adotados para colocá-la em prática. Serão mostrados também os níveis diferenciados de governança aplicados pela Bovespa para listar as ações nesse mercado em específico.

2.2.1 Contexto da governança corporativa

A estrutura presente nas empresas, que descreve o controle separado da propriedade, faz com que haja uma assimetria de informações entre o agente e o principal. No caso, aqueles que exercem as atividades diárias possuem mais informações em relação aos investidores, uma vez que possuem mais acesso aos procedimentos por eles próprios exercidos. Todos os

problemas de agência levantados têm como principal causa essa assimetria de informações. Dentro desse contexto, a transparência dos principais eventos, sejam eles bons ou ruins, deve ser vista pelos gestores como um aspecto de extrema relevância para o investidor do negócio. Ao mesmo tempo, deve existir uma preocupação com relação à conduta ética dos negócios, não buscando a expropriação de riqueza, tanto dos acionistas como dos credores.

É nessa conjuntura que o tema das melhores práticas de governança corporativa aparece como aspecto-chave para conter os problemas ligados à agência. Para isso, existe uma série de procedimentos e melhorias a serem adotados para que uma empresa seja orientada a atingir uma boa governança.

A perspectiva de Shleifer e Vishny (1997: p. 738) sobre a governança corporativa vai ao encontro dos problemas ligados à agência. Para eles, o cerne das práticas de uma boa gestão visa focar como os investidores podem garantir o retorno de seus investimentos, sem que haja a expropriação de riqueza pelos agentes. Tem como ponto favorável não apenas a competição no mercado (que forçam os gestores a diminuir os custos e serem competitivos), mas também mecanismos que visem à conduta ética por parte dos agentes.

Nos seus estudos, Shleifer e Vishny (1997: 739) também entendem que um bom sistema de governança corporativa deve combinar a existência de grandes investidores e a proteção legal como mecanismos mais efetivos. Por isso, de acordo com Hart (1995), a principal razão para que os investidores forneçam capital para financiar a empresa é que eles recebam, em troca, o direito de controlá-la. Sob o ponto de vista de Hart, o financiamento externo é, basicamente, um contrato entre uma entidade legal e os financiadores, o que dá a estes últimos certos direitos *vis-à-vis* os ativos da firma.

Dentro da esfera legal, La Porta *et al* (1999: pg 27) mostram em sua pesquisa que uma fraca proteção legal dos acionistas resulta em menos valorização de suas ações. Deduz-se que dispor de uma melhor proteção legal está associado a melhores avaliações no valor dos ativos da companhia, com mercados financeiros mais desenvolvidos e valorizados. Isso decorre do fato de a proteção, por intermédio de mecanismos legais, proporcionar ao investidor mais segurança, traduzida por risco reduzido de expropriação de riqueza, levando-o a pagar um prêmio para o ativo sob proteção.

La Porta *et al* (2000: p. 01) exemplificam algumas formas de expropriação de riqueza:

- apropriação dos lucros pelos *insiders* (definidos como gestores e acionistas controladores);
- venda de ativos, produtos ou títulos das firmas que os *insiders* gerenciam para uma outra firma que eles controlam a um preço abaixo do mercado;
- emprego para membros da família – estes, muitas vezes, não possuem qualificações suficientes para exercer o cargo – ou elevados salários a executivos.

No Brasil, ainda existem certas deficiências ligadas à proteção aos investidores e transparência com relação à divulgação das informações financeiras das empresas. Talvez, por esse motivo, o mercado de capitais do País não esteja tão desenvolvido. Rocca (2001) descreveu uma série de propostas com a finalidade de desenvolver o mercado de capitais nacional; uma delas referia-se à melhoria das práticas de governança corporativa, buscando maximizar o nível de proteção aos investidores e *disclosure* de informações.

O tema da governança corporativa vem ganhando força, e muitas empresas nacionais passaram a inserir algumas das práticas dentro de suas respectivas organizações. Em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), um organismo que visa à promoção dessa alternativa. Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004: p. 6), trata-se do sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. O bom uso da governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Assim, algumas instituições vêm estimulando a adoção de algumas dessas práticas, por exemplo, a Bovespa, com a criação dos segmentos com práticas diferenciadas de governança corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As companhias pertencentes a um desses níveis são listadas no Índice de Governança Corporativa (IGC), sendo necessários diversos requisitos com relação à estrutura de propriedade, divulgação de informações adicionais em relação aos dados exigidos pela legislação, formação do conselho e os direitos dos acionistas. Outro fato relevante para a promoção do desenvolvimento da governança foi a aprovação da nova Lei das S.A. (lei número 10.303 de 31 de outubro de 2001). Finalmente, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

também vem incentivando a aderência aos procedimentos superiores de governança, concedendo financiamento, preferencialmente, para as organizações que a utilizam.

2.2.2 Práticas de uma boa governança corporativa

O IBGC descreve uma série de procedimentos que uma empresa com um bom nível de governança corporativa deve adotar para ser corretamente dirigida e monitorada, segundo a visão dos investidores. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) também passou a incentivar as regras descritas nos manuais do IBGC, com a finalidade de certificar as companhias com boas práticas de governança corporativa, bem como o nível no qual adotam tais itens.

O código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2004) aborda os temas da propriedade (sócios), conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflito de interesses. Em cada um desses pontos, são evidenciadas as formas pelas quais as empresas devem adotar as práticas, e não apenas constar como regras existentes, mas não praticadas.

Considerando as características de governança, conforme citadas por Silveira (2004), pode-se verificar que um dos principais focos do problema de agência ocorre entre acionistas majoritários e minoritários. Dentro dessa perspectiva, os temas referentes à propriedade e ao conselho de administração são pontos fundamentais para a discussão de uma boa governança nas empresas brasileiras. Paralelamente, de uma forma indireta, os outros temas também levantam a questão referente às boas práticas, principalmente no que tange ao sistema de proteção legal ao acionista.

2.2.2.1 Conselho de administração

Uma forma de se atenuar o problema de agência entre os acionistas e os gestores seria a existência de um conselho que viesse a monitorar as ações dos administradores, de forma a agir em consenso com os desejos dos investidores da empresa.

A simples existência de um conselho de administração, no entanto, pode não ser eficaz para a condução de uma boa governança corporativa. Contar apenas com membros pertencentes à

gestão da companhia faz com que as decisões estejam alinhadas apenas com o lado dos administradores e não com a dos acionistas. Muitas empresas japonesas ilustram essa ineficácia. Segundo Carlsson (2001: p.85), o conselho típico dessas organizações é composto exclusivamente por executivos, que são indicados como recompensa por serviços prestados. A existência de conselhos grandes, com cerca de 50 membros, também é comum nas grandes companhias japonesas. Quase sempre, o homem forte é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção dos 21 novos conselheiros e possui mais poderes do que o presidente do conselho. Assim, um conselho típico japonês possui um número excessivo de membros e composição exclusivamente interna, perdendo a eficácia como mecanismo de governança corporativa.

Dentro desse contexto, o ponto defendido por Fama e Jensen (1983: p.321) possui grande relevância, pois eles descrevem a importância da existência de conselheiros, principalmente quando forem de fora da empresa e profissionais. Tal fato aumenta a efetividade do conselho e reduz a probabilidade de conluio dos altos executivos com objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. Assim, o conselho de administração deve zelar pelo seu principal papel, que é atender ao melhor interesse de todos os envolvidos (os *stakeholders*) e não a um grupo seletivo que elegeu os conselheiros.

No caso do Brasil, dada a estrutura acionária existente nas companhias, as indicações dos membros do conselho de administração são, na maioria das vezes, feitas pelo acionista controlador. Esta situação interfere de forma negativa na postura ativa e independente dos conselhos, aspectos necessários para o cumprimento de suas atribuições de monitoramento e das regras defendidas por todos os acionistas.

Além dessa questão existente nos conselhos das empresas brasileiras, Pedreira (2005: p. 27) levanta outros fatores que podem gerar a ineficiência:

- nas empresas familiares, em geral, os conselheiros não são profissionais; são indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, prejudicando a qualidade da análise das questões estratégicas;
- nas companhias abertas recém-privatizadas ou subsidiárias de multinacionais, o conselho, em grande parte, é composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional;

- nas empresas estatais, geralmente, o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos indicados por razões políticas, com baixa disponibilidade para tratamento das questões corporativas;
- a remuneração variável dos conselheiros – fator que, pelos principais códigos de governança, é considerado importante para motivar um melhor desempenho – não é adotada pela grande maioria das empresas brasileiras, corroborando a hipótese de um papel mais consultivo e figurativo do que propriamente profissional pelo órgão.

Conforme pode-se ver, existem diversos agravantes para a formação de conselhos eficientes e eficazes nas empresas brasileiras. Logo, mecanismos, que detalham o funcionamento de um conselho administrativo e atendam aos interesses de todos os acionistas e gestores devem ser bem delineados.

2.2.2.2 Estrutura de propriedade sob a ótica “uma ação, um voto”

Considerando o estudo de Zingales (1994), sobre o prêmio superior que as ações ordinárias na Bolsa de Milão são negociadas sobre as ações preferenciais, pode-se inferir que classes diferentes de ações podem comprometer as questões relativas à agência nas empresas. Tal fato é evidente não apenas na Itália. Segundo Hoffmann-Burchardi (1999), na Alemanha esse prêmio representa algo em torno de 26%. Ele é proveniente da percepção do investidor de que uma ação com direito a voto traz uma grande vantagem: deter o controle nas decisões da empresa. Portanto, um acionista majoritário com direito a voto poderia tomar as decisões unilateralmente para si, de modo a garantir o maior número possível de vantagens a seu favor. Um bom exemplo seria o engajamento em projetos ou investimentos que fossem mais arriscados, mas que gerassem retornos maiores, uma vez que o seu direito nos lucros é residual frente aos demais. Isso pode colocar a organização em um patamar de risco além do desejado pelos demais acionistas, que possuem um retorno fixado pela política de dividendos e remuneração de capital.

Por isso, as práticas de uma boa governança corporativa visam assegurar o direito de voto a todos os sócios, independentemente da espécie ou classe de suas ações, bem como de sua proporção, conforme detalha o manual do IBGC (2004). Isso procura eliminar o problema de

agência entre os acionistas controladores e os acionistas preferenciais, alinhando os interesses de todos os sócios ou, pelo menos, o direito dos minoritários em opinar sobre os rumos da empresa.

2.2.2.3 Sistema de proteção legal ao acionista

Segundo La Porta *et al* (1998), as variadas formas de estrutura de governança corporativa existentes nos países provêm dos diferentes graus de proteção legal oferecidos aos investidores, tanto para os acionistas minoritários como para os credores, contra expropriação pelos gestores e acionistas controladores. Talvez, esse seja um dos fatores que mais possa explicar o desenvolvimento dos mercados de capitais no mundo.

Países onde há uma ampla proteção aos investidores – detalhando os procedimentos dos direitos de recebimento nos lucros, garantias em casos de *default* e viabilidade de uma fácil execução (ou definida de forma clara) para possíveis eventos adversos – fazem com que os investidores sintam-se mais protegidos, não colocando em risco os seus investimentos. Simultaneamente, a percepção do mercado é a de que companhias que definem claramente os procedimentos legais de proteção aos acionistas demonstram-se comprometidas com eles, revelando seriedade e administração profissional.

Gompers *et al* (2003: p. 110) encontraram evidências de que empresas com fracas cláusulas dos direitos dos acionistas foram menos rentáveis e possuíram menos crescimento nas vendas do que outras firmas nas suas respectivas indústrias. De certa forma, o estudo mostra que, mesmo nos níveis operacionais da empresa, existe um reflexo com relação aos direitos que os acionistas possuem e à performance corporativa.

De acordo com Silveira (2002: p. 41), as leis e a existência de um sistema que assegure sua aplicação efetiva são elementos essenciais da governança corporativa e da própria área de finanças. O autor enumera alguns dos direitos básicos dos credores:

- o direito prioritário sobre o recebimento do fluxo de caixa com relação aos acionistas;
- a possibilidade de provocar falência na empresa;
- a possibilidade de recebimento de colateral.

Com relação aos direitos básicos dos acionistas, Silveira (2002: p.41) indica os seguintes pontos:

- a garantia da transparência dos números da empresa por meio da aplicação de procedimentos contábeis aceitos;
- o recebimento de dividendos pró-rata;
- a votação para escolha dos conselheiros;
- a possibilidade de processar conselheiros e executivos por suspeita de expropriação;
- a possibilidade de forçar o pagamento de dividendos;
- a possibilidade de liquidar a empresa e receber os recursos provenientes.

Deixar bem claro esses direitos e, principalmente, a sua possibilidade de execução, são fatores fundamentais para que os investidores, essencialmente os estrangeiros, venham a investir nas companhias brasileiras, uma vez que estes últimos não possuem familiaridade com relação a outras países em que estão ou pretendem investir.

2.2.3 Níveis de governança corporativa no Brasil

Para se realizar a emissão de ações no mercado norte-americano, diversas corporações tiveram de adotar uma série de regras que estivessem de acordo com as normas dos Estados Unidos. Como esse mercado de capitais exige um grau mais alto de *disclosure* quando comparado ao brasileiro, empresas com *ADR (American Depositary Receipts)* níveis 2 e 3 já vinham adotando, de certa forma, algumas práticas diferenciadas de governança, mesmo que ainda incipientes. Agora, o mercado de capitais brasileiro vem buscando propiciar o desenvolvimento dessas práticas. Para tanto, criou os níveis de governança, nos quais é possível detectar quais – e em qual nível – são as companhias que seguem as práticas de governança. Basicamente, existem três níveis: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado.

2.2.3.1 Nível 1

Caracteriza-se por exigir regras mais brandas com relação às práticas de governança. As

companhias estão comprometidas principalmente em melhorar a prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, adotando como principais práticas (Bovespa, 2006):

- manter um percentual mínimo de ações em circulação, inclusive, após uma operação de alienação de controle, quando o comprador, se necessário, tomará as medidas cabíveis para recompor esse percentual. Isso poderá acontecer dentro dos seis meses subseqüentes à referida operação; ou na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva distribuição pública. A subscrição total ou parcial de tal aumento de capital obrigará o acionista controlador a tomar as medidas necessárias para recompor o percentual mínimo de ações em circulação dentro dos seis meses subseqüentes à homologação da subscrição;
- elaborar e divulgar demonstrações financeiras e informações trimestrais observando os requisitos estabelecidos no regulamento, como a demonstração dos fluxos de caixa (para indicar as alterações ocorridas no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregadas em fluxos das operações, dos financiamentos e dos investimentos) e as informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia;
- realizar as reuniões públicas com analistas e quaisquer outros interessados, pelo menos, uma vez por ano, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas;
- divulgar calendário anual informando sobre os eventos corporativos programados para o ano que se inicia;
- envidar melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária, com adoção de procedimentos especiais, os quais constarão no respectivo prospecto; por exemplo, a garantia de acesso a todos os investidores interessados, ou a distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído;
- enviar à Bovespa e divulgar informações de todo e qualquer contrato celebrado entre a companhia e sua (s) controlada (s) e coligada (s), seus administradores, seu acionista controlador e, ainda, entre a companhia e a (s) sociedade (s) controlada (s) e coligada (s) dos administradores e do acionista controlador. Devem ser

informadas também parcerias com outras sociedades que integrem um mesmo grupo de fato ou de direito, sempre que for atingido – num único contrato ou em contratos sucessivos, com ou sem o mesmo fim, em qualquer período de um ano – valor igual ou superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) ou valor igual ou superior a 1% (um por cento) sobre o patrimônio líquido da companhia, considerando-se aquele que for maior;

- comunicar à Bovespa a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da empresa de que seja titular direta ou indiretamente, inclusive seus derivativos. Tal comunicação deve ser realizada pelo acionista controlador;
- apresentar as qualificações pessoais e experiência profissional dos administradores e dos membros do conselho fiscal, assim como a política de remuneração e os benefícios;
- informar a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) das ações de cada espécie e classe do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física.

Analisando as condições para se aderir ao Nível 1, fica evidente uma preocupação maior com relação à dispersão do capital, bem como um *disclosure* maior das informações financeiras, das transações envolvendo ativos de emissão da companhia e o relacionamento com os principais gestores.

2.2.3.2 Nível 2

No Nível 2, as organizações e seus controladores adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Os critérios de listagem no Nível 2, além dos presentes no Nível 1, são (Bovespa, 2006):

- elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais IFRS (*International Financial Reports Standards*) ou US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*), em reais ou dólares americanos, que deverão ser divulgadas na íntegra, no idioma inglês, acompanhadas do relatório da administração, de notas

explicativas, que informem inclusive o lucro líquido e o patrimônio líquido apurados ao final do exercício segundo os princípios contábeis brasileiros e a proposta de destinação do resultado, e do parecer dos auditores independentes;

- alienação de controle da companhia, tanto por meio de uma única operação como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia. Para tanto, deverão ser observados os prazos e as condições previstos na legislação vigente e no regulamento das práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 2, de forma a assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante;
- quando a companhia tiver emitido ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, a oferta pública aos detentores dessas ações preferenciais deverá ser realizada por um valor mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor oferecido aos detentores de ações ordinárias;
- estabelecer mandato unificado de, no máximo, dois anos para todo o conselho de administração, sendo permitida a reeleição. O conselho de administração será composto por, no mínimo, cinco membros, eleitos pela assembléia geral, dos quais, no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser conselheiros independentes;
- se tiverem emitido ações preferenciais, conferir direito de voto a essa espécie de ações, no mínimo, nas seguintes matérias: transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, aprovação de contratos entre a organização e o acionista controlador, diretamente ou por meio de terceiros (assim como de outras sociedades nas quais o acionista controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral). Tal direito será conferido ainda em caso de avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da instituição e escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia (em caso de descontinuidade das práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 2), alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas no regulamento, ressalvado que o referido direito prevalecerá enquanto estiver em vigor o contrato de adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 2.

- obrigatoriedade de realizar uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2;
- comprometer-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionadas aos regulamento das práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 2, por meio de arbitragem, nos termos do regulamento de arbitragem;
- informar a existência e a vinculação à cláusula compromissória de arbitragem.

Nesse segmento, as companhias se comprometem a estender mais direitos aos acionistas minoritários (principalmente nos processos de fusão, aquisição e descontinuidade das práticas de governança do Nível 2), bem como buscar grau maior de profissionalização do conselho da empresa e, finalmente, a apresentar um grau mais alto de sofisticação com relação ao *disclosure* das informações, apresentando-as nos padrões norte-americanos ou internacionais.

2.2.3.3 Novo Mercado

É o segmento em que estão listadas ações de empresas que se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas de governança e transparências adicionais às exigências da legislação. Consolidadas no regulamento de listagem, as regras do Novo Mercado ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma câmara de arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. O capital social das organizações do Novo Mercado é composto exclusivamente por ações ordinárias (que dão direito a voto nas assembleias). Entre as obrigações das companhias do Novo Mercado, além daquelas exigidas nos Níveis 1 e 2, estão (Bovespa, 2006):

- capital social dividido, exclusivamente, em ações ordinárias, com exceção de casos de desestatização, ao se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante. Os referidos direitos devem ter sido previamente analisados pela Bovespa;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);

- o conselho de administração deve possuir um mínimo de cinco membros, eleitos pela assembléia geral, dos quais, no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser conselheiros independentes. O mandato unificado não pode ultrapassar dois anos, sendo permitida a reeleição;
- obrigatoriedade de realizar uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- resolver, por meio de arbitragem a ser instituída e processada pela câmara de arbitragem, de acordo com o seu regulamento de arbitragem, qualquer divergência, em especial, quanto à existência, validade, eficácia, aplicação, interpretação, violação e seus efeitos da alienação de controle da companhia; e/ou da obrigatoriedade de realização de oferta pública ou relativa às suas condições.

Becht *et al* (2005: p. 43) argumentam que ações com diferentes padrões de direito de voto freqüentemente são negociadas a diferentes preços, e o prêmio (ou desconto) resultante tem se relacionado ao modelo de *takeover*, além de ser interpretado como uma medida de valor do controle corporativo e “benefícios privados”. De certa forma, tal fato ocorre porque os acionistas ordinários possuem o controle da empresa, proveniente do direito de voto que lhes é cabido. Desse modo, garantir a todos os acionistas os mesmos direitos leva à eliminação do problema de agência entre os acionistas ordinários e os detentores de ações preferenciais. Talvez, seja essa a mudança mais significativa para as empresas brasileiras ao aderir ao Novo Mercado.

Outro ponto fundamental para uma governança eficaz é colocado por Fama e Jensen (1983: p. 321) sobre o conselho de administração. Os autores defendem que conselheiros profissionais formados por membros sem vínculos com a corporação aumentam a efetividade no monitoramento, reduzindo a probabilidade de conluio dos altos executivos com objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. Para pertencer ao Novo Mercado, é preciso renovar o conselho a cada ano, diminuindo as chances de os membros tornarem-se muito próximos aos gestores.

Por fim, um dos principais aspectos defendidos pela governança corporativa, a questão do *disclosure*, é mais evidente nas empresas integrantes do Novo Mercado. Segundo Lanzana (2004: p.13), a abertura de informações é um fator crítico para o funcionamento de um

mercado de capitais eficiente. Utilizando o raciocínio de Schadewitz e Blevins (1998: p. 44), isso faz sentido, uma vez que os autores colocam que investidores racionais analisam cuidadosamente os riscos e evitam investir em instituições cujas quantidade e qualidade de abertura de informações estão consistentemente abaixo das expectativas. Reduzindo a assimetria de informações e deixando claras as situações financeira e estratégica da empresa, propicia-se mais segurança ao investidor para injetar capital em um ativo. Conseqüentemente, mais investidores buscarão por companhias com esse padrão de *disclosure*, elevando assim a oferta por recursos financeiros.

2.3 Por que a governança corporativa tornou-se importante

O debate sobre governança se intensificou bastante nos últimos dez anos. Mas, as práticas de governança já existiam há muito tempo. O que faltava era uma formalização de diversas práticas em um único tema para tornar o debate mais intenso, tanto na esfera dos negócios quanto na academia. Desse modo, esta seção visa evidenciar os motivos pelos quais o referido assunto tornou-se tão difundido.

2.3.1 Escândalos corporativos

Os escândalos e falências em grandes corporações norte-americanas, envolvendo irregularidades contábeis que possibilitaram superestimar os lucros, levantaram a necessidade de apresentar mais transparência na gestão das empresas. Muitos investidores passaram a desconfiar mesmo de organizações de renome, o que prejudicou diversas instituições.

De acordo com Becht *et al* (2005: p. 07), as quebras dessas companhias incluem a não detecção de empréstimos *off-balance sheet* para a família controladora (como é o caso da Adelphia) combinada com negociações próprias do CEO e outros funcionários da empresa (situações ocorridas na Computer Associates, Dynegy, Enron, Global Crossing, Qwest, Tyco), além de conselhos enganosos aos investidores (Kmart, Lucent Technologies, WorldCom), negociações privilegiadas (ImClone Systems) e/ou fraude (Rite Aid).

Conforme se pode ver, todas as causas relativas à falência dessas empresas inserem-se em um dos itens da não observância dos aspectos da governança corporativa.

No Brasil, episódios referentes a escândalos corporativos também estiveram presentes. Um exemplo ocorrido recentemente foi a quebra do Banco Santos. Na reportagem do Jornal Folha de São Paulo (2004), o diretor de Fiscalização do Banco Central, Paulo Sergio Cavalheiro, afirmou que a má concessão de empréstimos (a qual resultou na inadimplência de clientes), irregularidades cometidas pelos administradores e atraso no recolhimento compulsório de depósitos levaram o Banco Central a intervir na instituição. Basicamente, o banco teve um problema de liquidez proveniente da deterioração da carteira de crédito. Mas a questão que surge é: como o banco não divulgou todas as informações que levaram a essa insolvência e, ainda, realizou a distribuição de dividendos aos acionistas? De acordo com o Jornal Valor Econômico (2004), o banco não realizou a provisão para devedores duvidosos como estabelece a legislação; as operações com derivativos não estavam corretamente marcadas a mercado; e algumas transferências de empresas não financeiras para a *holding* foram feitas por valores acima do real, gerando resultados artificiais. Assim, era uma questão de tempo para surgir o problema de liquidez.

Isso demonstra que informações distorcidas e irregularidades dos gestores para disfarçar a frágil situação de conforto financeiro podem comprometer o julgamento dos investidores ao realizarem as suas alocações de investimentos. Irregularidades por parte dos administradores, conforme mencionado anteriormente, fazem com que os investidores acabem sofrendo as conseqüências, uma vez que passarão a não ver os recursos investidos por uma longa data (ou até mesmo não os reaverem), caracterizando a expropriação de riqueza.

2.3.2 Aumento dos investidores institucionais

Um dos acontecimentos que impulsionaram o assunto da governança corporativa foi o crescimento dos investidores institucionais. Trata-se de organizações que possuem um enorme volume financeiro a ser investido, formado pelos fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguros. Como política de investimento, buscam a diversificação de ativos, com a finalidade de minimizar o risco de suas carteiras, e proporcionar retornos de longo prazo. Conforme ilustra o gráfico abaixo, os investidores institucionais aumentaram o volume financeiro detidos por eles:

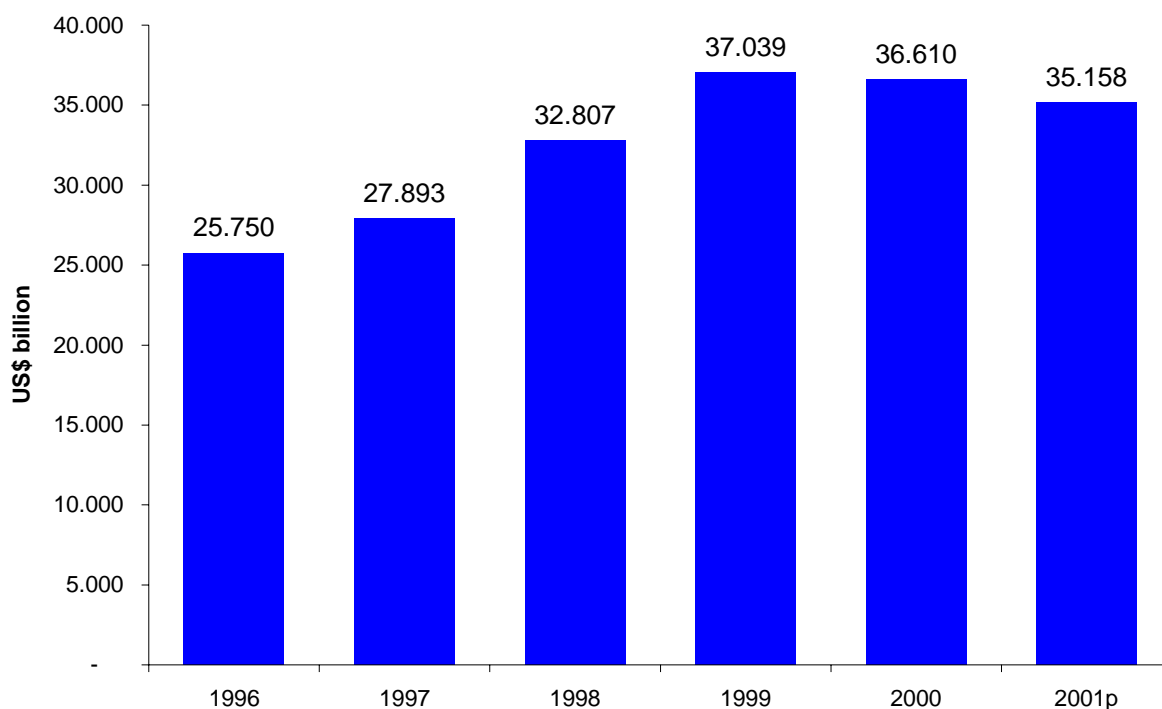


Gráfico 2.1. Ativos Financeiros dos Investidores Institucionais
 Fonte: OECD 2001, Financial Assets of Institutional Investors

Dentro desse crescimento, os fundos de pensão representaram uma grande parcela. De acordo com Becht *et al* (2005: p. 5), o aumento de planos de pensão de contribuições definidas têm canalizado um aumento na fração de economia pelos chefes de família por meio de fundos mútuos e fundos de pensão. Constituíram também investidores que são grandes e poderosos o suficiente para influenciar a governança corporativa na empresa da qual são os investidores. Dessa maneira, organizações que quisessem atrair o capital dessas instituições deveriam apresentar as informações detalhadas dos negócios, seus objetivos e forma de gerenciamento. Além disso, precisariam demonstrar aos investidores que eles teriam a certeza do retorno sobre seus investimentos ou garantir que não teriam a sua riqueza expropriada.

2.3.3 Internacionalização econômica

Conforme apontado por Stulz (1999: p. 1), nos últimos 50 anos, as barreiras para os investimentos estrangeiros caíram entre as economias desenvolvidas, e os emergentes estão seguindo a mesma tendência. Assim, notam-se enormes fluxos de capitais no mundo, tanto no

lado da procura como no lado da oferta, como será demonstrado a seguir.

2.3.3.1 Investidores em busca de mercados com retornos mais atraentes

Com a globalização dos mercados, as alternativas de investimentos passaram a não se restringir apenas ao mercado local, mas também no escopo internacional. Atualmente, instituições financeiras fornecem aos investidores diversos instrumentos de investimentos e em diversos lugares. Basicamente, o que se tem visto nesses últimos tempos foi o fluxo de capital para os países emergentes, onde há uma oferta de ativos e títulos com retornos mais atraentes, dadas as condições de risco. Em muitos desses países, a relação risco-retorno mostra-se bastante atrativa para os investidores. Isso fez com que as entidades/pessoas que possuem um *superávit* de recursos financeiros e localizam-se em países onde os retornos não são tão atrativos, movessem seus recursos para locais com melhores retornos. Porém, esses investidores requerem não apenas um retorno atrativo, mas também mecanismos que forneçam proteção aos seus investimentos e *disclosure* sobre eles.

Um exemplo desse movimento é salientado por Becht *et al* (2005: p. 7). Eles observam que as regras de governança corporativas têm sido promovidas, em parte, como meio de proteger e encorajar investimentos no leste europeu, Ásia e outros mercados emergentes. E isso inclui o Brasil. Para atrair o capital internacional, diversas empresas começaram a intensificar o movimento de governança corporativa, buscando fornecer aos investidores mecanismos que lhe assegurassem mais proteção.

Constata-se que os países detentores de mecanismos de governança bem desenvolvidos são os que mais acabam atraindo investidores. La Porta *et al* (2000: p. 15) mostram em suas pesquisas que a proteção legal encoraja o desenvolvimento do mercado financeiro. Um dos fornecedores de recursos financeiros do mercado, os credores, por intermédio de medidas que protejam os seus investimentos, passam a tornar os empréstimos mais ativos. Ao mesmo tempo, um outro fornecedor dos recursos financeiros – os investidores em ações – passa a comprar volumes maiores em ações. Vale ressaltar, porém, que não bastam apenas leis que visem à proteção, mas também à eficácia de sua execução.

Segundo Beck *et al* (2000), viabilizando o desenvolvimento do mercado financeiro, pode-se acelerar o crescimento econômico de três formas:

- aumentar a poupança;
- canalizar essa poupança para investimentos diretos e, assim, gerar o processo de acúmulo de capital;
- permitir o fluxo de capital para investimentos mais produtivos e, assim, melhorar a eficiência na alocação de capital.

Pode-se constatar o ciclo que se gera para o crescimento econômico e de forma sustentável. Obviamente, trata-se de um exercício teórico de pensamento; e, na realidade, existem diversas variáveis que devem ser consideradas para se entender o desenvolvimento econômico dos países. Contudo, há fortes respaldos teóricos para a sua sustentabilidade.

2.3.3.2 Capitalização de empresas nacionais junto ao exterior

Não houve apenas a movimentação dos investidores ao redor do mundo. As corporações também passaram a se interessar por novas fontes de captação de recursos para aumentar o seu capital e alavancar os recursos de terceiros. Elas passaram a emitir títulos no exterior e listar ações nas bolsas de valores de outros países. No caso do Brasil, diversas empresas já possuem as *ADRs (American Depositary Receipts)*, que permite a captação de recursos financeiros junto ao mercado norte-americano.

Segundo, Stulz (1999: p. 26), as companhias podem escolher listar as suas ações em bolsa de valores mais eficientes, buscando reduzir o custo de transação de seus títulos. Podem também ter acesso ao mercado de capitais por meio de bancos de investimentos, sendo que estas podem buscar fontes mais baratas em outros mercados, fornecendo serviços de estruturação de emissões, por exemplo. Entretanto, para que este acesso ao mercado externo seja possível, é preciso que essas empresas atendam a certas leis locais, em que a captação está sendo feita. E, geralmente, nos locais onde o mercado de capitais é bastante desenvolvido, diversas regras similares às práticas de governança corporativa são adotadas.

Listar ações nas bolsas mais eficientes pode sinalizar um lado positivo para o acionista. Fuerst (1998) procurou demonstrar que os gestores sinalizam suas qualidades ao listar as ações em bolsas com regras mais rigorosas, e isso faz aumentar a riqueza dos acionistas, pois reduz benefícios próprios de controle. Cantale (1998) *apud* Stulz (1999: p. 44) prova isso com um

estudo sobre a reação nos preços das ações após o anúncio de que uma empresa da Europa Continental ou Reino Unido listaria suas ações na NYSE (*New York Stock Exchange*), *London Stock Exchange* ou *Paris Stock Exchange*. Ele argumenta que as exigências de *disclosure* são mais rigorosas na NYSE, seguida pela *London Stock Exchange* e *Paris Stock Exchange*. A conclusão foi de que 34 companhias da Europa Continental listadas na NYSE obtiveram um retorno médio anormal de 3,7%; 46 firmas de Europa Continental listadas na *London Stock Exchange* tiveram um retorno médio anormal de 2,14%; e 22 empresas da Europa Continental listadas na *Paris Stock Exchange* tiveram um retorno médio anormal de 1,15%. Todos os retornos anormais são significantes e substancialmente diferentes entre si.

Além da vantagem citada anteriormente, listar as ações em um mercado estrangeiro expõe a organização no cenário externo, o que pode ser um importante passo para se ganhar novos mercados. Para isso, todavia, uma boa gestão deve estar implementada na empresa.

2.4 Benefícios de uma boa governança corporativa

2.4.1 Diminuição do WACC

De acordo com Stulz (1999: p. 3), instituições com fraca governança são firmas onde os custos associados à assimetria de informação e aos problemas de agência são relevantes e, assim, obtêm recursos financeiros mais caros. Isso decorre do fato de existirem custos associados ao processo de se analisar a empresa com mais cuidado, bem como custos ligados a dificuldades de se encontrar um provedor de recursos financeiros escassos. A figura abaixo ilustra esse problema:

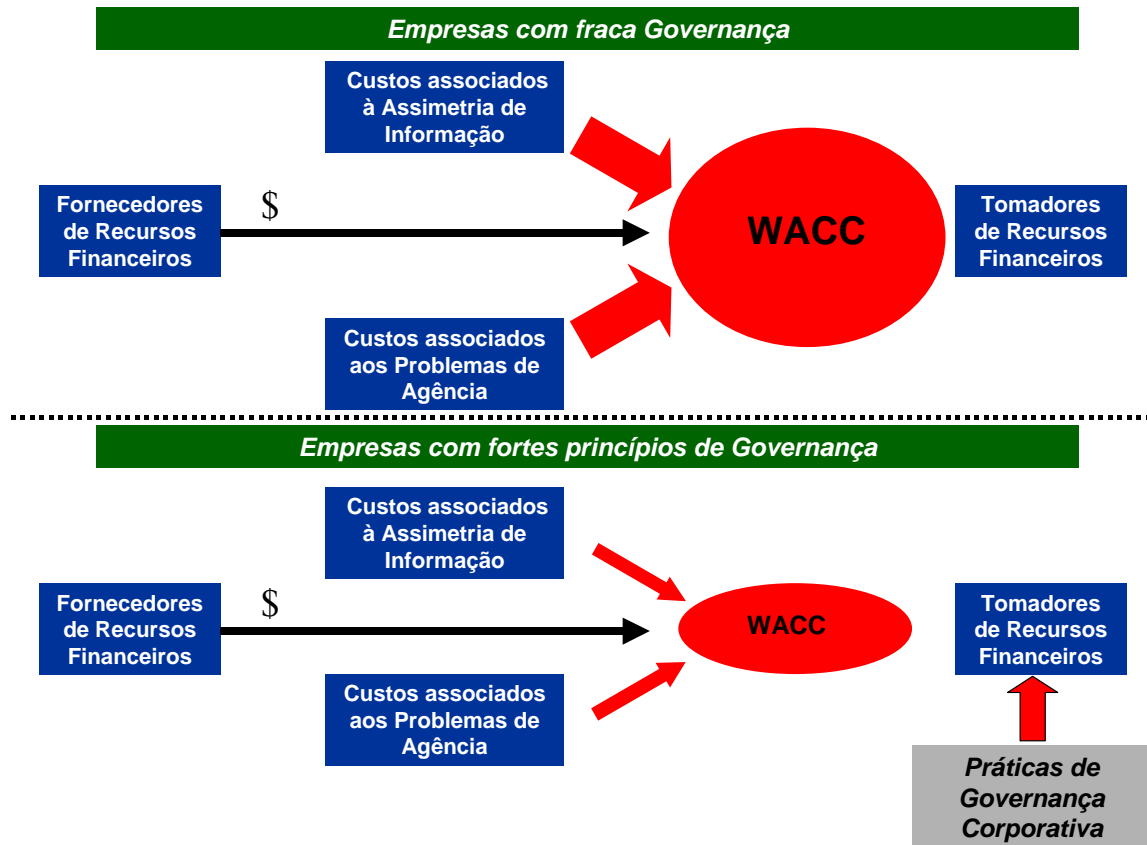


Figura 2.1. Impacto no Custo Médio Ponderado de Capital

Fonte: Elaborado pelo autor

Dentro desse contexto, é visível o impacto da governança corporativa no custo de capital corporativo. E, conforme visto nas seções anteriores, ela é afetada, de certo modo, pela globalização.

A lógica por trás disso é evidenciada por Stulz (1999: p. 3):

- globalização significa que novos acionistas investem nas firmas, e eles possuem habilidades e informações que os permitem monitorar os gestores sob formas que os investidores locais não conseguem;
- a globalização cria uma competição entre os fornecedores de recursos de capital, fazendo com que haja a redução do custo de capital para as firmas (tanto para contratar a dívida em seus balanços como para a diminuição dos custos de transação);
- globalização aumenta o monitoramento dos gestores tanto pelos acionistas existentes quanto pelos potenciais provedores de recursos;

- globalização permite às empresas ter acesso às inovações financeiras, permitindo levantar fundos por intermédio de novos instrumentos financeiros e gerenciar seus riscos de forma mais efetiva.

Seguindo esse raciocínio, conclui-se que as práticas de governança passam a ser intensificadas, e o seu resultado é a minimização dos custos atrelada à incerteza proveniente da assimetria de informação e problemas relacionadas à expropriação de riqueza pelos gestores e acionistas controladores.

2.4.2 Melhor imagem corporativa

Uma empresa que passa a adotar as práticas de uma boa governança corporativa passa a contar com princípio da prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.

Com relação à prestação de contas, ela é realizada em grande parte pelo *disclosure* das informações da companhia. Segundo Lanzana (2004: p. 1), *disclosure* é visto como sinônimo de transparência, abertura/divulgação de informações e evidenciação. De acordo com a autora, a divulgação de quantidade e qualidade mais elevadas de informações, de forma pontual e consistente para todo o mercado, pode ser considerada como uma forma de igualdade de direitos entre todos os acionistas, além de possibilitar aos gestores aquisição credibilidade junto ao mercado de capitais. Essa credibilidade pode ser traduzida como uma melhor imagem corporativa, uma vez que os investidores passam a depositar mais confiança em uma empresa transparente e aberta a esclarecer pontos questionáveis.

2.4.3 Mais controle da empresa

Todo negócio possui um risco inerente. Securato (1996: p. 28) define risco como a probabilidade de ocorrência do evento gerador da perda ou da incerteza (o grau de incerteza ou a possibilidade de perda). Desse modo, é importante que haja um controle sobre os negócios, uma vez que, mesmo com a existência de um plano prevendo os diversos acontecimentos, nem sempre o que é esperado vai ocorrer, sendo necessário ter um controle que garanta a sintonia entre a realidade e os objetivos almejados.

Essa constatação vai ao encontro dos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos,

uma vez que o monitoramento e o controle das empresas envolvidas, nesses casos, não eram realizados de forma a detectar eventuais fraudes ou ocultação de perdas. Conseqüentemente, o problema se alastrou a ponto de não se encontrar uma solução que mitigasse as conseqüências mais desastrosas, como a quebra de muitas dessas organizações.

Outro aspecto ligado ao controle refere-se ao dia-a-dia das companhias. Segundo Van Horne (1995, p. 759), toda e qualquer instituição deve ser monitorada (intrinsecamente e em relação aos seus concorrentes) quanto à geração de lucro e à agregação de valor a todos os seus supridores de capital. Assim, tem-se uma idéia mais adequada de seu desempenho financeiro e, conseqüentemente, da contrapartida gerada aos investidores, quer seja na forma de remuneração de lucros, quer seja na forma de perdas por prejuízos na atividade operacional.

Aumentando o nível de informações prestadas, os investidores podem realizar, periodicamente e mais eficientemente, a análise dos dados quantitativos e qualitativos (por exemplo, a administração, a carteira de clientes, os fornecedores, a concorrência, o setor e os riscos do negócio). Dessa forma, pode-se inferir a eficiência e a eficácia dos gestores do negócio na geração de caixa para pagar os compromissos junto aos *stakeholders* e aos proprietários.

Obviamente que, para isso, os proprietários e os gestores devem ter acesso às mesmas informações para que possam precificar adequadamente suas recompensas ou prêmios por investir na empresa. Logo, contar com boas práticas de governança corporativa – que levem uma estrutura propícia à condução correta, tanto das decisões do dia-a-dia como as mais estratégicas – faz com que os investidores possuam um melhor panorama de seus investimentos e saibam claramente os riscos aos quais estão expostos, tendo assim, a chance de tomar medidas que venham a mitigar esses eventos inesperados.

2.5 Eficiência de mercado

A existência do mercado de capitais permite o fluxo de divisas entre tomadores e poupadores. Estes últimos possuem um excesso de capital e estão à procura de oportunidades de investimentos. Já os tomadores estão em outra ponta, possuem um excesso de oportunidades de investimentos produtivos, mas carecem de recursos financeiros para sua implementação. Logo, é importante que haja um mercado alocacionalmente eficiente para que seja possível

atender a objetivos de ambos os lados.

Muitas discussões referentes à eficiência de mercado abordam sobre o funcionamento de um mercado de capitais perfeito. Para Copeland *et al* (2003: p. 353), este último é definido como um mercado em que:

- não há custos de transação ou impostos, todos os ativos são perfeitamente divisíveis e transacionados, e não há barreiras de regulamentação;
- existe uma competição perfeita no mercado de bens e títulos;
- as informações nos mercados são eficientes, isto é, não há custo para adquirir informações, e elas são recebidas simultaneamente por todos;
- todos os indivíduos são racionais para maximizar a utilidade esperada.

Já um mercado de capitais considerado eficiente não está sujeito a tantas restrições. Segundo Fama (1970: p. 383), um mercado no qual o preço sempre reflete por completo todas as informações disponíveis é considerado eficiente. Assim, a não existência das condições do mercado perfeito não significa, necessariamente, que haja fontes de ineficiências de mercado.

De acordo com Fama (1970), a eficiência do mercado é composta, basicamente, das seguintes categorias: eficiência fraca, eficiência semiforte e eficiência forte.

Eficiência fraca

Segundo Fama (1970: p. 388), a forma fraca de eficiência de mercado reflete basicamente o conjunto de informações referentes ao passado. Assim, os investidores não conseguem auferir um retorno anormal ao se basearem nos preços ou retornos históricos das ações.

Eficiência semiforte

Na eficiência semiforte, parte-se da premissa que o mercado absorve as notícias que afetam a performance dos retornos dos ativos. Fama (1970: p. 404) define que o teste na forma semiforte de eficiência de mercado preocupa-se com o fato de que os preços dos ativos devem refletir por completo toda a informação publicamente disponível. Qualquer anúncio referente

à divulgação de informações financeiras, distribuição de dividendos, lucro ou *split* de ações geraria oscilações nos preços dos ativos em questão, incorporando o efeito dessa informação nos preços dos ativos.

Logo, admite-se que, dentro desse modelo, um investidor não obteria um retorno extraordinário em seus investimentos, caso suas decisões fossem baseadas apenas nas informações disponíveis ao mercado.

Eficiência forte

No modelo de eficiência de mercado sob a forma forte, Fama (1970: p. 409) observa que os preços incorporam as informações de investidores ou grupos que possuem monopólio no acesso de determinadas informações relevantes. Desse modo, utilizando-se informações publicamente disponíveis ou não, os investidores não podem obter retornos extraordinários, uma vez que existe um grupo deles que detém informações privilegiadas e já as utilizou, incorporando o efeito informacional no preço da ação.

Passados 20 anos, Fama (1991) realizou novamente o estudo da eficiência de mercado e mudou o nome das categorias de eficiência. Segundo ele (1991: p. 1577), a forma fraca passou a ser chamada de “testes de previsibilidade de retornos”. Agora, no entanto, os retornos são previsíveis por meio dos retornos do passado, curva de dividendos e diversas variáveis da estrutura a termo. A categoria semiforte foi nomeada de “estudos de evento” e, até 1991, foi a que passou a ter grande número de estudos. Fama (1991: p. 1577) nota ainda que, pelo fato de ser a que mais se aproxima da quebra entre o mercado eficiente e as questões de equilíbrio de preços, essa categoria fornece a evidência mais direta de eficiência. E a última forma de eficiência – forte – passou a ser chamada de “testes para informações privadas”. Ela esclarece as evidências anteriores de que os *insiders* corporativos possuem informações que não são refletidas por completo nos preços. Mas, nesta última, segundo Fama (1991: p. 1608), devido ao problema de hipótese conjunta (mercado eficiente e modelos de equilíbrio de preços), fortes inferências sobre a eficiência de mercado para teste de avaliação de performance não são garantidas.

Dentro das diferentes formas de eficiência de mercado, o presente estudo se baseou na eficiência na sua forma semiforte, procurando mensurar os efeitos da informação de adesão às

práticas diferenciadas de governança corporativa nos preços das ações das empresas do Índice de Governança Corporativa (IGC).

2.6 Abordagem do estudo de evento

Segundo MacKinlay (1997: p. 13), utilizando-se dados do mercado financeiro, um estudo de evento mede o impacto de um evento específico no valor da empresa. A sua utilidade é proveniente do fato de que os efeitos de um evento serão refletidos imediatamente nos preços das ações, dada a racionalidade dos mercados em absorver a notícia. Logo, conforme colocado pelo mesmo autor, a mensuração do impacto econômico pode ser feita sobre os preços das ações em um intervalo de tempo relativamente curto. Isso configura uma vantagem em termos de metodologia de pesquisa, uma vez que outras abordagens relacionadas à mensuração direta requerem dados extensos.

Em muitas ocasiões, pesquisadores visam analisar especificamente a influência de determinado fato nos preços das ações. No entanto, existem outras variáveis que podem comprometer a pesquisa, tornando necessário eliminar ou neutralizar esses outros fatores. Por se tratar de um período relativamente curto, o estudo de evento consegue, de certa forma, atenuar os efeitos das variáveis que não se configuram objeto do estudo. Certamente, mesmo com essa abordagem, ainda existirão alguns aspectos que poderão enviesar os resultados. Cabe ao pesquisador realizar os devidos refinamentos e tornar a base de dados o mais fiel possível à análise do evento em específico. Portanto, levantar os eventos que se pretende analisar e selecionar corretamente as datas da divulgação da informação são pontos imprescindíveis em um estudo de evento.

Outro aspecto-chave na condução do estudo de evento, de acordo com MacKinlay (1997: p. 14), é a mensuração do retorno anormal da ação. É nesse estágio que se avalia o resultado da pesquisa, determinando se o evento analisado gera ou não algum comportamento diferente daquele projetado no modelo de estimação.

A averiguação da anormalidade do retorno das ações após o anúncio da adesão em um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa pode contribuir para concluir se os requisitos determinados para a listagem em um dos segmentos geram ou não valor para as companhias. Conforme destacado por Brown e Warner (1980: p. 205), o estudo de evento fornece um teste

direto da eficiência de mercado, procurando investigar se os preços das ações se ajustam rapidamente, de forma a refletir a nova informação.

Apesar de não existir uma única estrutura para a condução de um estudo de evento, o procedimento aqui utilizado segue aquele elaborado por MacKinlay, Campbell e Lo. Em dois trabalhos – MacKinlay (1997) e Campbell, Lo e MacKinlay (1997) –, os autores buscaram a padronização e a reunião dos procedimentos para a condução de um estudo de evento.

Conforme ilustra a figura 2.2, basicamente o estudo de evento, segundo MacKinlay (1997) e Campbell, Lo e MacKinlay (1997), compreende sete etapas fundamentais: definição do evento; critérios de seleção da amostra; mensuração dos retornos normais e anormais; procedimentos de estimação; procedimentos de teste; resultados empíricos; interpretação e conclusões.

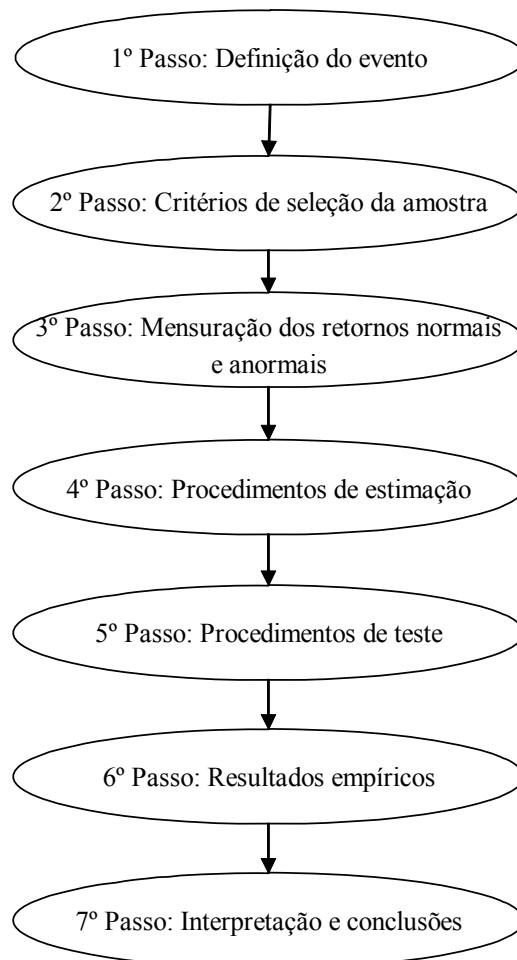


Figura 2.2 Fases de um estudo de evento

Fonte: Adaptado de Campbell, Lo e MacKinlay (1997: Cap. 04)

2.6.1 Definição do evento

O primeiro passo para se realizar um estudo de evento é determinar o evento a ser analisado. É necessário ainda escolher qual o período em que o retorno da ação será analisado, sendo este denominado “janela do evento”. É comum definir a janela do evento como um período maior do que o intervalo específico em que ocorreu o evento. O importante é considerar uma janela que envolva os dias considerados relevantes para avaliar as anormalidades dos retornos. Ela não deve ser nem muito curta, para não incorrer no erro de não se captar a anormalidade, nem muito extensa, pois poderá incluir fatores que não condizem com o evento em estudo. Desse modo, pode-se ver que há uma certa subjetividade na escolha da janela do evento, tanto em função do pesquisador que a define como pelo evento a ser analisado. Cabe aqui uma análise ponderando os critérios a serem considerados para a condução de resultados conclusivos.

2.6.2 Critérios de seleção da amostra

Identificado o evento, a próxima etapa consiste em determinar quais os pressupostos a serem utilizados para se determinar a amostra que será utilizada. Somente as empresas que podem ser afetadas devem ser analisadas. Os critérios relacionados à disponibilidade de informações também podem influir na inclusão ou não de uma determinada empresa na amostra.

2.6.3 Mensuração dos retornos normais e anormais

Para se determinar o impacto do evento, é necessário identificar uma medida de retorno anormal. Esta refere-se ao retorno, de fato, da ação ao longo da janela do evento menos o retorno normal da ação durante o mesmo intervalo, calculado pelo modelo de estimação. O retorno normal é definido como o retorno que a ação teria caso não ocorresse o evento em si. Segundo MacKinlay (1997: p. 15), para uma empresa i e data do evento t , o retorno anormal é:

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

Onde, AR_{it} , R_{it} e $E(R_{it}/ X_t)$ são, respectivamente, o retorno anormal, o retorno de fato e o

retorno normal para uma ação i e período t . X_t é a condicionante do modelo de retorno normal, sendo determinado pelo retorno ajustado por um modelo de estimação *ex ante*. Existem duas formas usuais de se elaborar o modelo de retorno normal: modelo de retorno constante ajustado à média, onde X_t é uma constante; e o modelo de mercado, onde X_t é o retorno de mercado. Este último, assume uma relação linear estável entre o retorno de mercado e o retorno da ação, sendo ele o modelo adotado no presente estudo.

Cabe aqui uma consideração com relação à metodologia de cálculo do retorno de um ativo. Segundo Soares *et al* (2002), existem duas formas: o regime de capitalização discreta e o regime de capitalização contínua. O primeiro é a forma tradicional de se calcular o retorno de um determinado ativo, sendo expresso por:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1$$

Onde:

$R_{i,t}$: é o retorno do ativo i na data t

$P_{i,t}$: é o preço do ativo i na data t

$P_{i,t-1}$: é o preço do ativo i na data $t-1$

O segundo, o regime de capitalização contínua, é calculado pelo logaritmo neperiano:

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

Onde:

$R_{i,t}$: é o retorno do ativo i na data t

$P_{i,t}$: é o preço do ativo i na data t

$P_{i,t-1}$: é o preço do ativo i na data $t-1$

De acordo com Soares *et al* (2002), a segunda metodologia faz com que a distribuição de frequência dos retornos tenha um formato mais simétrico em comparação ao regime de capitalização discreta, o que pressupõe uma distribuição mais próxima de uma curva normal. Isso ocorre porque o logaritmo natural de números situados entre zero e um é negativo, e o

logaritmo natural de números maiores do que um é positivo. Já no caso do retorno discreto, quando existe um retorno negativo, os resultados ficam comprimidos entre 0 (zero) e -1 (menos um), criando uma curva assimétrica do lado direito da distribuição de frequência.

2.6.4 Procedimentos de estimação

Uma vez definido o modelo de cálculo de retorno normal, os parâmetros do modelo devem ser estabelecidos utilizando um conjunto de dados conhecido como “janela de estimação”. Segundo MacKinlay (1997: p. 15), a janela do evento não deve ser incluída na janela de estimação para não enviesar os parâmetros que servirão de base para o modelo de estimação. Aqui também existe uma certa subjetividade por parte do pesquisador ao se definir a janela de estimação. O importante é procurar determinar um período que não distorça o modelo, ou seja, evitar incorrer no erro de incluir dados em excesso e que não seriam pertinentes ao período de estimação; ou de estreitar demais a amostra, de forma a deixar o modelo exposto a possíveis discrepâncias daquele determinado período. É válido ressaltar que, como o modelo de estimação escolhido foi o retorno de mercado, o objetivo principal foi determinar um modelo que possua a maior normalidade possível da distribuição de frequência dos retornos. A figura 2.3 mostra a linha do tempo de um estudo de evento.



Figura 2.3 Linha do tempo de um estudo de evento

FONTE: MacKinlay (1997: p. 20)

Onde:

$t = 0$ é a data do evento;

$t = T0+1$ até $t = T1$ é a janela de estimação;

$t = T1+1$ até $t = T2$ é a janela do evento;

$t = T2+1$ até $t = T3$ é a janela de comparação;

$L1 = T1 - T0$ é a extensão da janela de estimação;
 $L2 = T2 - T1$ é a extensão da janela do evento;
 $L3 = T3 - T2$ é a extensão da janela de comparação.

2.6.5 Procedimentos de teste

Uma vez determinados os parâmetros dos retornos normais do modelo, o próximo passo consiste em elaborar o procedimento de cálculo dos retornos anormais das ações, bem como a técnica de agregação de tais retornos. É nesta fase também que se estabelece o teste de hipótese, definindo a hipótese nula (H_0) e a hipótese alternativa (H_1).

2.6.6 Resultados empíricos

De acordo com MacKinlay (1997: p. 15), a apresentação dos resultados empíricos segue a formulação do desenho econométrico. Cabe ao pesquisador determinar e analisar os *outliers* da amostra, especialmente, quando ela comportar um pequeno número de eventos coletados.

2.6.7 Interpretação e conclusões

Finalmente, com os resultados, chega-se à conclusão da hipótese testada, confirmando ou não a existência de retornos anormais em torno da data do evento. Nessa etapa, é determinada a relação de causa e efeito. Assim, fecha-se o ciclo do estudo de evento, inferindo se existe ou não algum efeito do evento sobre o objeto de estudo.

3 METODOLOGIA

Greenhalg e Taylor (1997) afirmam que a pesquisa quantitativa deve se iniciar com uma idéia (geralmente articulada como uma hipótese), a qual, por meio da mensuração, gera dados e, pela dedução, permite a conclusão. Já a pesquisa qualitativa, segundo os mesmos autores, começa com a intenção de explorar uma área particular, colhe dados e gera idéias e hipóteses desses dados por intermédio do que é conhecido como “explicação indutiva”.

A pesquisa desenvolvida possui um foco quantitativo, com base em procedimentos estatísticos, visando gerar conclusões acerca da população–objeto, a partir das amostras consideradas. Com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo empírico-analítica. Segundo Martins (2002, p. 26), essa abordagem apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Há uma forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica. Essa relação é buscada com os testes dos instrumentos, os graus de significância e a sistematização das definições operacionais.

Especificamente, a pesquisa foi realizada por um estudo de evento, partindo de uma regressão linear simples entre os retornos das ações e os retornos da carteira de mercado, em um período denominado “janela de estimação”. Trata-se de um espaço de tempo anterior – *ex ante* – à janela do evento, sendo esta última referente ao período em que ocorreu o anúncio da adesão pela empresa em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Tal estudo teve a finalidade de estimar um modelo que serviu de base para o desempenho futuro das ações. Determinado o modelo, foi testada a existência ou não de retornos anormais nos preços das ações das empresas da amostra durante a janela do evento. Para isso, compararam-se os retornos efetivamente observados nesse período com os retornos estimados pelo modelo. Paralelamente, foi desenvolvido um modelo multivariado, utilizando-se de dados em painel e *cross-section*, com a finalidade de detectar a existência de algum outro fator que pudesse influir ou não no retorno anormal da amostra considerada. A validação da prova científica ocorreu por meio dos valores críticos da distribuição normal (Z), uma vez que a premissa foi a de que a distribuição dos retornos das ações se dá através de uma normal.

3.1 Métodos utilizados, modelo empírico e análise de dados

O conteúdo da pesquisa compreendeu a análise do desempenho do valor das ações das empresas que adotaram um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. O trabalho foi baseado em um estudo de evento, sendo realizada uma quebra antes e durante a data do evento. Foi utilizado um modelo de regressão linear simples para estimar o modelo e, em seguida, foram calculados os retornos anormais das ações da amostra, com a finalidade de mensurar o efeito da migração nos retornos dos preços das ações.

Assim, o estudo teve como meta responder as seguintes perguntas: O mercado brasileiro reage positivamente com relação à decisão das empresas em migrar para um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa? Existe diferença estatisticamente significativa entre os retornos anormais das diferentes classes de características das empresas?

Em um primeiro momento, foram determinados os retornos anormais das ações da amostra das empresas do estudo. Pelo modelo de estimação do desempenho futuro das ações, foram calculados os retornos normais, sendo estes confrontados com os retornos observados de fato e, assim, estimados os retornos anormais. Nesse modelo, a variável independente é o retorno da carteira de mercado (R_m); e a variável dependente é o retorno esperado da ação ($E(R_i)$). Os parâmetros da equação ($\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$) foram determinados por meio de uma regressão linear simples entre os retornos das ações e os retornos da carteira de mercado, durante a janela de estimação. Para se testar o modelo de estimação foi realizado o teste de linearidade da função de regressão.

Determinado o retorno anormal das ações, a segunda parte consistiu na elaboração de um modelo multivariado que determinasse o impacto de certas variáveis qualitativas no retorno anormal das ações. Segue abaixo uma breve descrição das variáveis qualitativas em questão:

Descrição	Legenda
Existência ou não de ADR na empresa, antes do anúncio ou efetivação da adoção das práticas diferenciadas de governança.	ADR
Anúncio ou efetivação da adesão às práticas diferenciadas de governança no ano da eleição presidencial de 2002.	ELE
Empresa privada ou estatal na data de anúncio ou efetivação da adoção das práticas diferenciadas de governança.	PRIV
Empresa familiar ou não na data de anúncio ou efetivação da adoção das práticas diferenciadas de governança.	FAM

Quadro 3.1 Variáveis qualitativas do modelo multivariado

FONTE: Elaborado pelo autor

A finalidade do modelo multivariado foi analisar a possível existência de relação entre o retorno anormal e as variáveis qualitativas acima mencionadas.

Mais especificamente, a operacionalização do estudo de evento ocorreu da forma que segue.

3.1.1 Evento analisado e o período das janelas

O evento em questão, no presente trabalho, refere-se à adoção – por parte das empresas brasileiras – das práticas diferenciadas de governança corporativa definidas pela Bovespa. Assim, foram caracterizados dois tipos de data do evento:

- data em que ocorreu a publicação do anúncio, em um dos jornais de grande circulação (Folha de São Paulo, Gazeta Mercantil e Valor Econômico), sobre a decisão de entrada, ou sobre o Nível 1, o Nível 2 ou o Novo Mercado pela empresa (“Data do Anúncio”). Os critérios estabelecidos para a determinação e a filtragem dos anúncios dos eventos são detalhados na seção 3.3;
- data de efetiva adesão da empresa ou no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado (“Data de Adesão”), ocorrida por meio da data oficial de registro junto à Bovespa. Os critérios estabelecidos à filtragem dos eventos são detalhados na seção 3.3.

Logo, a pesquisa contemplou a análise dos retornos anormais tanto para Data do Anúncio como para a Data de Adesão, sendo feita por meio de duas amostras distintas.

Nela, o dia zero foi estabelecido como o dia do evento. O período analisado compreendeu desde o dia -54 até o dia +10, totalizando-se assim 64 dias. A janela de estimação contou com 50 dias de negociação da ação antes do período da janela do evento, compreendendo o intervalo entre os dias -54 e -4. A janela do evento abrangeu 14 dias, iniciando-se no dia -3 e finalizando no dia +10. A figura 3.2 ilustra a linha do tempo do intervalo utilizado na pesquisa.

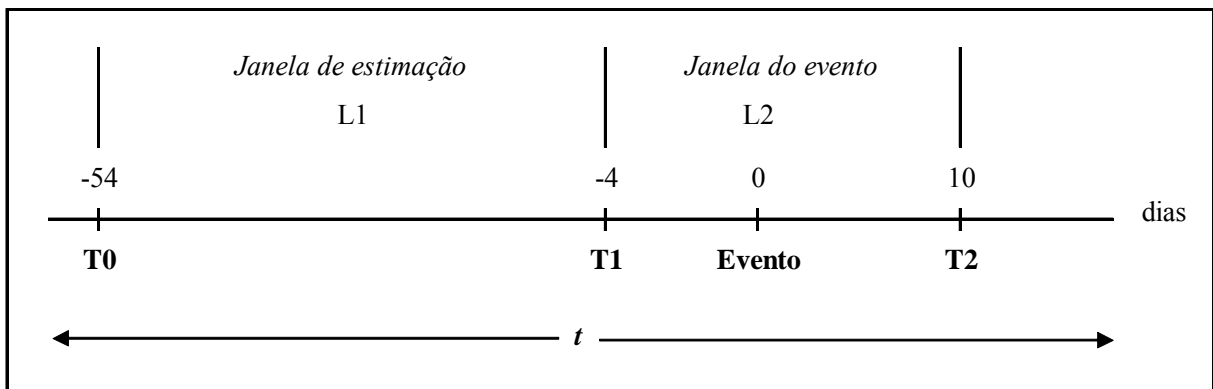


Figura 3.1 Linha do tempo do presente estudo de evento

Fonte: Adaptado de MacKinlay (1997: p. 20)

Onde:

$t = 0$ é a data do evento;

$t = T0+1 = -53$ até $t = T1 = -4$ é a janela de estimação;

$t = T1+1 = -3$ até $t = T2 = +10$ é a janela do evento;

$L1 = 50$ representa a extensão da janela de estimação;

$L2 = 14$ representa a extensão da janela do evento.

3.1.2 Carteira de mercado e cálculo dos retornos

A carteira de mercado escolhida na presente pesquisa foi o indicador mais utilizado em trabalhos acadêmicos, o índice Bovespa (Ibovespa). Existe um certo questionamento com relação ao Ibovespa como *proxy* da carteira de mercado, uma vez que há uma excessiva concentração do índice em determinados títulos, podendo criar um viés com relação ao comportamento do mercado em geral. No entanto, Leite e Sanvicente (1995: p. 7) argumentam que essa concentração não seria uma falha metodológica, e sim decorrente do mercado brasileiro, que é superconcentrado. Portanto, foi adotado como a carteira de mercado

para o estudo o Ibovespa.

Com relação ao cálculo dos retornos para a presente pesquisa, foi utilizada a abordagem da capitalização contínua, uma vez que, de acordo com Soares *et al* (2002: p. 6), a distribuição de frequência dos retornos pela fórmula de capitalização contínua se aproxima mais de uma distribuição normal. Assim, os cálculos dos retornos das ações foram efetuados da seguinte forma:

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

Onde:

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

$P_{i,t}$: é o preço da ação i na data t

$P_{i,t-1}$: é o preço da ação i na data $t-1$

E os retornos do Ibovespa:

$$R_{Ibovespa,t} = \ln\left(\frac{P_{Ibovespa,t}}{P_{Ibovespa,t-1}}\right)$$

Onde:

$R_{Ibovespa,t}$: é o retorno do *Ibovespa* na data t

$P_{Ibovespa,t}$: é o valor em pontos do *Ibovespa* na data t

$P_{Ibovespa,t-1}$: é valor em pontos do *Ibovespa* na data $t-1$

Para o cálculo dos retornos diários das ações e do Ibovespa foram consideradas as cotações médias, coletadas no banco de dados eletrônico *Economática*®, disponível no Laboratório de Finanças da FIA/FEA-USP. As cotações das ações foram obtidas com correção de proventos, eliminando-se as oscilações proporcionadas por dividendos, bonificações e subscrições.

3.1.3 Determinação do modelo de estimação

O modelo utilizado para o cálculo dos retornos normais das ações (retornos esperados) foi baseado em uma das metodologias expostas por MacKinlay (1997: p. 18): o modelo de mercado. Segundo o autor, esse é um modelo estatístico que relaciona o retorno de um dado

título com o retorno da carteira de mercado, linearmente, uma vez que assume a distribuição normal dos retornos da ação. Abaixo, segue a equação do modelo.

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t}$$

onde:

$E(R_{i,t})$: é o retorno esperado (normal) da ação i na data t

$R_{m,t}$: é o retorno da carteira de mercado na data t

$\hat{\alpha}_i$: é a constante da regressão linear

$\hat{\beta}_i$: é o coeficiente angular da regressão linear

Para se determinarem os parâmetros da equação do modelo, foi utilizado o método dos mínimos quadrados ordinários:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t=T0+1}^{T1} (R_{i,t} - \hat{\mu}_i) \times (R_{m,t} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t=T0+1}^{T1} (R_{m,t} - \hat{\mu}_m)^2}$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \times \hat{\mu}_m$$

sendo:

$$\hat{\mu}_i = \frac{\sum_{t=T0+1}^{T1} R_{i,t}}{L1}$$

$$\hat{\mu}_m = \frac{\sum_{t=T0+1}^{T1} R_{m,t}}{L1}$$

Portanto, para fins de cálculo dos parâmetros, o modelo utilizou-se de uma regressão linear simples, onde a janela de estimação utilizada (L1) foi de 50 dias. Nos casos em que não

ocorreu a negociação da ação em determinados dias dentro da janela de estimação, foram excluídos esses dias sem negociação para efeitos de cálculo da regressão. As ações que possuíram mais de 20% da janela de estimação (dez dias) sem negociação foram removidas da análise. Tal fato levou à exclusão de sete eventos em ambas as amostras (amostra da Data do Anúncio e amostra da Data de Adesão), uma vez que não apresentaram liquidez suficiente para representarem o modelo de estimação.

3.1.4 Diagnóstico do modelo de regressão

Para testar o modelo de regressão, foi realizado o teste de linearidade da função de regressão, com a finalidade de se verificar a existência ou não de uma associação linear entre os retornos dos ativos e os retornos do índice Bovespa. Os valores dos níveis de significância da estatística t de *student* para o coeficiente beta (β) dos modelos foram testados, devendo apresentar significância estatística, pelo menos, ao nível de 10%. Esse teste fez com que alguns dos eventos analisados fossem excluídos, devido ao não atendimento da suposição de linearidade da regressão linear simples. No presente estudo, os eventos que não se mostraram significantes ao nível de 10% para o coeficiente beta (β) foram expurgados da análise. Logo, foram excluídos quatro deles na amostra da Data do Anúncio, e seis na amostra da Data de Adesão.

3.1.5 Cálculo dos retornos anormais

Assim que foi determinado o modelo de estimação dos retornos normais, pôde-se calcular o retorno anormal de cada evento, para cada um dos respectivos dias da janela do evento. Assim, baseado no modelo de mercado, a equação do retorno anormal é dada por:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t})$$

onde:

$AR_{i,t}$: corresponde ao retorno anormal da ação i na data t

$R_{i,t}$: corresponde ao retorno observado da ação i na data t

$R_{m,t}$: é o retorno da *carteira de mercado* na data t

$\hat{\alpha}_i$: é a constante da regressão linear

$\hat{\beta}_i$: é coeficiente angular da regressão linear

Nota-se que o retorno anormal é definido como o termo discrepante do modelo de mercado, ou seja, a diferença entre o retorno observado de fato da ação i na data t e o retorno esperado em função do modelo de estimação, conforme a equação estabelecida por Mackinlay (1997: p. 20).

Em seguida, procedeu-se ao cálculo da variância do retorno anormal, que foi expresso pela equação seguinte:

$$\sigma^2 (AR_{i,t}) = \hat{\sigma}_{\varepsilon i}^2 + \frac{1}{L_1} \times \left[1 + \frac{(R_{m,t} - \hat{\mu}_m)}{\hat{\sigma}_m^2} \right] \times \hat{\sigma}_{\varepsilon i}^2$$

Onde, $\hat{\sigma}_{\varepsilon i}^2$ representa o erro quadrático médio, proveniente da seguinte fórmula:

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \times \sum_{t=T_0+1}^{T_1} \left[R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t}) \right]^2$$

3.1.6 Análise por classes de variáveis explicativas

Uma vez calculados os retornos anormais de cada uma das ações, foi efetuada uma análise por classes de variáveis explicativas, com a finalidade de detectar se a existência ou não de características peculiares a cada empresa poderia influir de forma mais ou menos acentuada no retorno anormal da ação.

Para a verificação desse fato, foi realizado um teste por meio de um modelo multivariado, incorporando variáveis explicativas que traduzissem as seguintes características para cada companhia:

- existência ou não de ADR (*American Depositary Receipts*) por parte da empresa na bolsa de Nova York (NYSE), na data do evento;

- data do evento que coincidissem com o ano da eleição presidencial de 2002;
- empresas de origem familiar até a data do evento;
- empresas de origem estatal até a data do evento.

O intuito foi levantar uma possível diferenciação significativa (com 5% de nível de significância) entre os retornos anormais das empresas da amostra, dadas as características que cada uma possuía.

Basicamente, foram utilizadas duas formas de tratamento dos dados: *cross-section* e dados em painel.

Cross-section

Segundo Wooldridge (2006: p. 5), um conjunto de dados de corte transversal consiste em uma amostra de indivíduos, consumidores, empresas, cidades, Estados, países ou em uma variedade de outras unidades, tomada em um determinado ponto no tempo. Às vezes, os dados de todas as unidades não correspondem precisamente ao mesmo período. Neste trabalho, o conjunto de dados *cross-section* refere-se a determinadas características que poderiam influenciar os retornos anormais das corporações analisadas.

Ao longo da janela do evento, foi analisada, dia a dia, a possível existência de uma influência significativa entre os retornos anormais para as diferentes classes de variáveis explicativas. A equação do modelo multivariado por meio de dados em *cross-section* foi a seguinte:

$$AR_i = \beta_0 + \beta_1 \times ADR_i + \beta_2 \times ELE_i + \beta_3 \times PRIV_i + \beta_4 \times FAM_i + \varepsilon_i$$

Onde:

β_0 : corresponde ao termo constante do modelo de regressão multivariada;

β_n : corresponde aos respectivos coeficientes angulares da regressão multivariada;

ADR_i : variável *dummy* que determina se a empresa i já possuía ADR lançada na bolsa de Nova York no dia do evento, tendo como valor 0 (zero) existência de ADR e 1 (um), a negação desta última;

ELE_i : variável *dummy* que determina se o evento de adesão por parte da empresa i ocorreu no

ano da eleição de 2002, tendo como valor 0 (zero) a afirmação positiva, e 1 (um), a negação;

$PRIV_i$: variável *dummy* que determina se a empresa i era uma instituição privada na data do evento, tendo como valor 0 (zero) a negação, e 1 (um) a afirmação positiva;

FAM_i : variável *dummy* que determina se a empresa i era uma empresa familiar na data do evento, tendo como valor 0 (zero) a negação, e 1 (um) a afirmação positiva;

ε_i : corresponde ao erro idiossincrático da empresa i , não captado pelo modelo.

Dados em painel

De acordo com Wooldridge (2006: p. 10), um conjunto de dados em painel consiste em uma série de tempo para cada membro do corte transversal do conjunto de dados, e as mesmas unidades do corte transversal são acompanhadas ao longo de um determinado período. Desse modo, o intuito foi analisar as diferentes características das empresas que poderiam influenciar os retornos anormais, ao longo de um determinado período e compreendendo as mesmas unidades do corte transversal.

Foi realizada uma análise para o período da janela do evento, com a finalidade de se detectar uma possível existência de uma influência significativa entre os retornos anormais para as diferentes classes de variáveis explicativas, por meio do método dos mínimos quadrados ordinários sob a forma de dados em painel. A equação do modelo multivariado por meio de dados em painel foi a seguinte:

$$AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times ADR_{i,t} + \beta_2 \times ELE_{i,t} + \beta_3 \times PRIV_{i,t} + \beta_4 \times FAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

β_0 : corresponde ao termo constante do modelo de regressão multivariada;

β_n : corresponde aos respectivos coeficientes angulares da regressão multivariada;

$ADR_{i,t}$: é a variável *dummy* que determina se a empresa i , na data t , já possuía ADR lançada na bolsa de Nova York no dia do evento, tendo como valor 0 (zero) existência de ADR, e 1 (um) a negação desta última;

$ELE_{i,t}$: é a variável *dummy* que determina se o evento de adesão por parte da empresa i , na data t , ocorreu no ano da eleição de 2002, tendo como valor 0 (zero) a afirmação positiva, e 1 (um) a negação;

$PRIV_{i,t}$: é a variável *dummy* que determina se a empresa i , na data t , era uma instituição privada na data do evento, tendo como valor 0 (zero) a negação, e 1 (um) a afirmação positiva;

$FAM_{i,t}$: é a variável *dummy* que determina se a empresa i , na data t , era uma empresa familiar na data do evento, tendo como valor 0 (zero) a negação, e 1 (um) a afirmação positiva;

$\varepsilon_{i,t}$: corresponde ao erro idiossincrático da empresa i , na data t , não captado pelo modelo.

Ao se utilizarem os dados em painel, há o risco de a matriz de variância e covariância dos estimadores não se apresentarem bem comportadas, isto é, pode existir uma alta correlação serial entre os erros idiossincráticos e, assim, o estimador do método dos mínimos quadrados não ser eficiente. Logo, foi realizada também uma estimação por efeitos aleatórios que busca resolver esse possível problema. De acordo com Wooldridge (2006: p. 442), os efeitos aleatórios assumem que o efeito não observado não está correlacionado com todas as variáveis explicativas, sejam elas fixas ao longo do tempo ou não.

3.1.7 Agregação dos retornos anormais

O próximo passo consistiu na agregação dos retornos e nas variâncias entre os títulos no decorrer do tempo, englobando todos os eventos analisados, de forma a consolidar os resultados. Para se efetuar a agregação dos retornos entre os títulos, foi utilizada a expressão abaixo, resultando em um retorno anormal médio para a amostra dos eventos analisados no estudo.

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}$$

Onde:

\overline{AR}_t : é o retorno anormal médio na data t para os N eventos

$AR_{i,t}$: corresponde ao retorno anormal do evento i na data t .

Para a variância do retorno anormal médio, utilizou-se a seguinte fórmula:

$$\text{var}(\overline{AR}_t) = \frac{\sum_{i=1}^N \sigma^2(AR_{i,t})}{N^2}$$

$\text{var}(\overline{AR}_t)$: é a variância do retorno anormal médio na data t para os N eventos

$\sigma^2(AR_{i,t})$: corresponde à variância do retorno anormal do evento i na data t .

Os retornos anormais médios devem ser agregados no tempo, após a agregação dos retornos entre os títulos. O retorno anormal acumulado (\overline{CAR} - *Cumulative Average Abonormal Return*) foi calculado da seguinte forma:

$$\overline{CAR}_{(T1+1,T2)} = \sum_{t=T1+1}^{T2} \overline{AR}_t$$

Onde, $\overline{CAR}_{(T1+1,T2)}$ é o retorno anormal médio acumulado ao longo da janela do evento, ou seja, entre as dias $T1+1$ e $T2$.

A variância do \overline{CAR} é expressa na fórmula abaixo:

$$\text{var}(\overline{CAR}_{(T1+1,T2)}) = \sum_{t=T1+1}^{T2} \text{var}(\overline{AR}_t)$$

Onde, $\text{var}(\overline{CAR}_{(T1+1,T2)})$ é a variância do retorno anormal médio acumulado ao longo da janela do evento, ou seja, entre as dias $T1+1$ e $T2$.

E, por fim, foi realizado o cálculo do retorno anormal médio acumulado padronizado, de forma a serem comparados aos valores críticos da distribuição normal (Z) correspondentes ao nível de significância $\alpha=1\%$, $\alpha=5\%$ e $\alpha=10\%$. Segundo Campbell, Lo e MacKinlay (1997), \overline{CAR} possui a distribuição t de *Student* com $L1-2$ graus de liberdade e, para janelas de estimação grandes (por exemplo, $L1>30$), a distribuição de \overline{CAR} pode ser aproximada de maneira satisfatória pela distribuição normal, ou seja, \overline{CAR} possui distribuição normal

assintótica. Assim, sob a hipótese nula de que o retorno anormal médio acumulado (\overline{CAR}) é igual a zero, o retorno anormal médio acumulado padronizado foi calculado por meio da fórmula:

$$P_t = \frac{\overline{CAR}_{(T1+1,T2)}}{\sqrt{Var(\overline{CAR}_{(T1+1,T2)})}} \approx N(0,1)$$

Onde, P_t representa o retorno anormal médio acumulado padronizado para a data t .

3.2 Definição teórica e operacional das variáveis

O estudo procura analisar o efeito da adoção das práticas diferenciadas de governança corporativa sobre os retornos das ações, durante a janela do evento. No entanto, é válido analisar se existem características que possam acentuar ou atenuar o efeito no retorno anormal, uma vez que, em função dessas características, os investidores podem responder de forma diferente ao anúncio ou à adesão efetiva da empresa às regras de governança diferenciada da Bovespa. Dessa maneira, foram incorporados ao estudo variáveis explicativas sob a forma de *dummies* que pudessem captar esse efeito de diferenciação. Abaixo, seguem as definições teórica e operacional das variáveis, para uma melhor compreensão das razões pelas quais elas foram incluídas no modelo.

3.2.1 *American Depositary Receipts* (ADR)

O Banco Central do Brasil, com a Resolução 1.927 de 18 de fevereiro de 1992, parte integrante do anexo V da Resolução 1.289, define *Depositary Receipts* como certificados representativos e ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações. São emitidos no exterior por instituição depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil. Logo, *American Depositary Receipts* (ADR) são certificados negociáveis emitidos por um banco americano que representam ações de uma companhia estrangeira, sendo imperativo o cumprimento das regras norte-americanas tanto na sua emissão como no controle.

Basicamente, existem quatro tipos de ADR, segundo Toledo (2001: p. 112):

- ADR nível I: os certificados das ações representam títulos já negociados nas bolsas brasileiras (mercado secundário). As ações são adquiridas pelo banco custodiante no Brasil, para que o banco depositário emita os recibos lastreados na custódia destes títulos. Nesse tipo, não é exigida a adaptação dos demonstrativos contábeis às normas norte-americanas, nem a apresentação de relatórios à *SEC* (*Security Exchange Commission*). Este tipo de ADR só pode ser negociado no mercado de balcão americano, sem acesso às bolsas daquele país.
- ADR nível II: o acesso às bolsas americanas é permitido após o registro em uma delas. Assim como no nível I, tem de representar títulos já negociados no país de origem, ou seja, não pode servir para captação de recursos pela empresa emissora. Para a negociação nas bolsas americanas, é exigida a adaptação dos demonstrativos contábeis dos últimos cinco anos dentro do padrão norte-americano, além de outras exigências da *SEC*.
- ADR nível III: por meio dele é permitida a captação de recursos pela companhia emissora, mediante oferta pública no mercado norte-americano. Em função do custo da operação, somente organizações de grande porte podem realizá-la. Além das exigências dos ADRs de outros níveis, existem outras formalidades e taxas.
- ADR Restrito ou 144-A: este nome deve-se à regra 144-A, que permite aos “compradores institucionais qualificados” adquirirem valores mobiliários não registrados. Neste caso, não é exigida a adaptação às normas da *SEC*, pois os compradores são entidades que investem no mínimo US\$ 100 milhões, e não o público em geral. Apresenta a vantagem de permitir a captação por ações novas.

Conforme se pode ver, com exceção da ADR nível I e da ADR 144-A, uma empresa que possui ADR deve atender a determinados padrões de *disclosure* de informações exigidas pela *SEC* (*Security Exchange Commission*). Tais exigências vão ao encontro de alguns dos padrões que a Bovespa determina para uma empresa aderir a um dos níveis de práticas de governança corporativa diferenciada. Algumas delas já possuíam ADR emitidas no mercado norte-americano antes da adesão a um dos níveis de governança da Bovespa. Logo, já estariam adotando, em parte, algumas das práticas de governança requeridas pela Bovespa. De certa forma, o mercado poderia interpretar a inexistência de uma mudança muito diferenciada por parte dessas empresas com relação às práticas de governança. O retorno anormal, então,

poderia ser menos expressivo para a classe de empresas com ADR já emitidas antes da adesão das práticas diferenciadas de governança.

Dessa forma, a variável ADR procurou levantar a existência significativa de retornos anormais diferentes entre empresas que já possuíam ADR emitidas (excetuando a ADR nível I) e outras sem tais emissões. No modelo, ADR é uma variável explicativa do tipo *dummy*, que assume valor 0 (zero) quando a empresa já havia realizado a emissão de ADR em um período anterior à data do evento, e 1 (um) a negação desta última.

3.2.2 Ano de eleição presidencial

O ano de 2002 foi marcado por um cenário atípico na economia brasileira. Em função da eleição presidencial ocorrida naquele ano, diversas incertezas com relação à futura situação político-econômica do Brasil levaram a um *stress* na conjuntura nacional nesse período. Muitos investidores temiam uma possível mudança repentina do modelo de gestão econômica adotado até então pelo presidente da época, Fernando Henrique Cardoso. Conforme pode-se ver no gráfico abaixo, tanto a cotação do dólar PTAX como o Ibovespa apresentaram volatilidades maiores no ano de 2002.

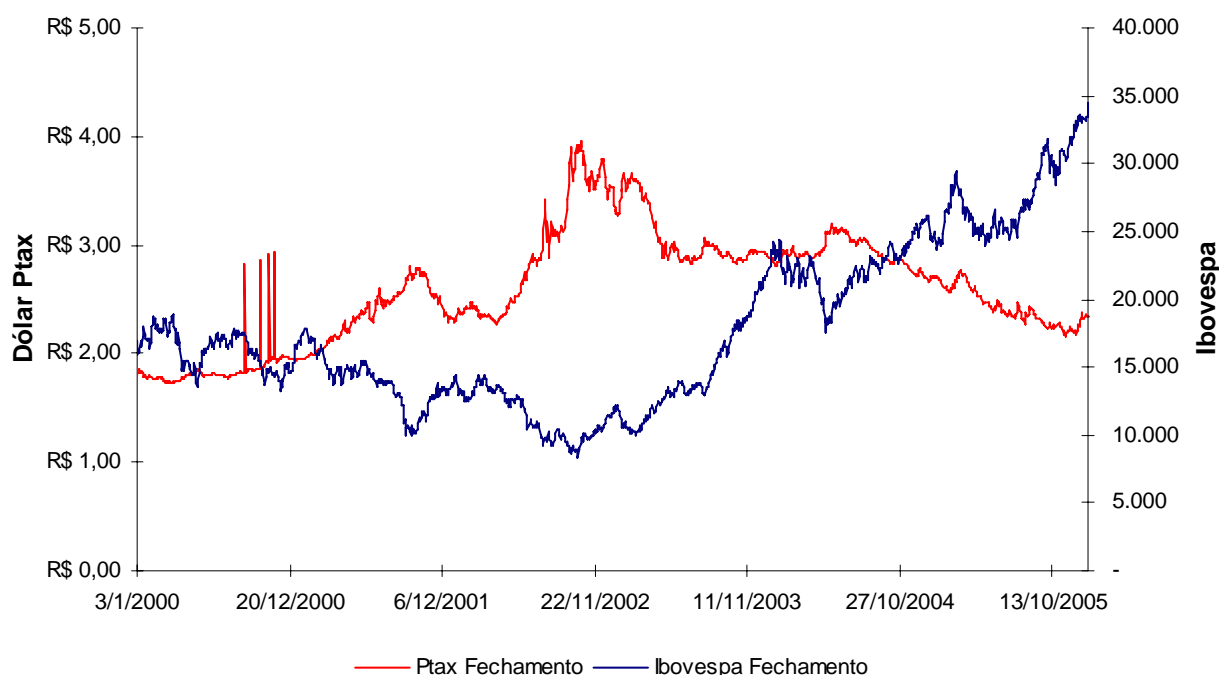


Gráfico 3.1 Histórico - Dólar Ptax e Ibovespa

FONTE: Economática

O dólar atingiu uma de suas maiores cotações; a Bovespa esteve em um dos mais baixos patamares registrados nos últimos cinco anos; e o risco-país chegou a atingir os 2300 *basis points*.

Em função desse cenário fora dos padrões brasileiros, a análise do retorno anormal das companhias que efetuaram a adesão no ano de 2002 poderia ser enviesada. Tratando-se de um ano em que os investidores procuraram diminuir suas respectivas exposições em ações devido à turbulência do mercado e às incertezas conjunturais, o retorno anormal poderia ser menos expressivo, ou até mesmo negativo. Portanto, foi criada uma variável explicativa do tipo *dummy* que incorporasse o aspecto “eleição de 2002” (ELE), procurando diferenciar a classe de empresas com adesão às práticas diferenciadas de governança da Bovespa no ano de eleição com a classe que aderiu em um outro ano. Assim, ELE assume valor 0 (zero) quando a empresa realizou a adesão no ano de 2002, e 1 (um) a negação desta última.

3.2.3 Empresa privada ou estatal

À luz da teoria, uma instituição controlada pelo Estado, conforme apontado por Silveira (2004: p. 87), pode ser obrigada a adotar melhores práticas de governança corporativa por determinação do governo. Todavia, segundo Lanzana (2004: p. 102), as companhias de origem estatal também teriam mais incentivo à transparência, dada a necessidade de reportar seus resultados à sociedade em geral.

Assim, empresas estatais poderiam apresentar um nível de retorno anormal diferente de outras privadas. Logo, a variável explicativa do tipo *dummy* PRIV teve como finalidade analisar a existência ou não dessa diferenciação. PRIV assume valor 0 (zero) quando a empresa analisada é controlada pelo Estado, e 1 (um) quando a empresa é controlada por investidores da esfera privada.

3.2.4 Empresa de controle familiar

De acordo com Becht *et al* (2005: p. 16), organizações de controle familiar são relutantes em ir a público por temerem a perda do controle sobre a administração. Logo, elas podem ser menos propensas ao *disclosure* de informações, nomeação de conselheiros que não sejam da

confiança da família e pulverização do controle acionário. Quando uma companhia apresenta tais características e resolve aderir a um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa, espera-se que haja mudanças significativas na forma de gerir os seus negócios, implicando em uma ruptura com a forma tradicional de administração de uma empresa familiar.

Sob essa teoria, instituições de controle familiar até a data de migração para um dos níveis de governança diferenciada da Bovespa, quando comparadas com outras não controladas por uma família, tendem a apresentar um retorno anormal mais acentuado na janela do evento. Para constatar essa hipótese, a variável explicativa do tipo *dummy* FAM objetiva determinar uma possível relação significativa entre o retorno anormal e o tipo de controle (familiar ou não). Portanto, FAM assume valor 0 (zero) quando a empresa analisada não possui controle familiar, e 1 (um) quando o controle é familiar.

3.3 Amostragem e coleta de dados

No presente trabalho, foram selecionadas duas amostras para a realização da pesquisa. A primeira (amostra da “Data do Anúncio”) compreendeu as empresas de capital aberto que realizaram anúncios de adesão a um dos níveis diferenciados de governança corporativa – Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado – no período de 1º de janeiro de 2000 a de 1º de janeiro de 2006, tendo como evento a Data do Anúncio da decisão de migração para um dos níveis (“Data do Anúncio”). A segunda (amostra da “Data de Adesão”) abrangeu a população de empresas de capital aberto que aderiram, de fato, a um dos níveis diferenciados de governança corporativa no período de 1º de janeiro de 2000 a 1º de janeiro de 2006, tendo como evento a Data de Adesão oficial a um dos níveis registrada na Bovespa (“Data de Adesão”). Essa segunda amostra representa as companhias pertencentes ao Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bovespa, uma vez que elas, de fato, efetuaram a migração para um dos segmentos de governança diferenciada. Logo, possuem o selo de um dos níveis de governança da Bovespa e são elegíveis de representação no referido índice.

A Amostra da Data do Anúncio contou, inicialmente, com 66 empresas. Já na Amostra da Data de Adesão foram levantadas 64.

Os anúncios de migração sobre um dos segmentos com práticas superiores de governança foram obtidos por meio dos arquivos eletrônicos dos jornais de grande circulação, tendo como

referência a Folha de São Paulo, Gazeta Mercantil (por meio do *Investnews*) e Valor Econômico no período mencionado. Foi utilizado o sistema de busca eletrônica desses jornais, tendo sido aplicadas as seguintes palavras-chave: “o nome da empresa”, “Índice de Governança Corporativa”, “IGC”, “Nível 1”, “Nível 2” e “Novo Mercado”. Adotando essa abordagem inicial, foram encontrados mais de 960 anúncios de adesão e boatos de adesão.

O próximo passo consistiu na leitura desses anúncios com a finalidade de selecionar aqueles que atendiam aos requisitos de melhor qualidade. Dentre estes, foi escolhido, para cada empresa, o primeiro anúncio, a fim de compor a amostra final da Data do Anúncio. Foi realizada também uma filtragem inicial de ambas as amostras, procurando excluir os eventos que tiveram anúncio de lucro ou distribuição de dividendos próxima da data do evento. E por fim, as que não possuíam dados históricos suficientes para elaboração do modelo de estimação, não possuíam liquidez no período do estudo e não possuíam linearidade (com 10% de significância) no modelo de estimação também foram excluídas. Abaixo, segue a explicação de cada um dos critérios.

Anúncio de melhor qualidade

Alguns anúncios sobre a adesão foram publicados em diferentes períodos, tanto no mesmo jornal como em fontes distintas. Neste caso, o critério de seleção foi aquele que apresentou informações de melhor qualidade sobre os investimentos, sendo excluídas as notícias que não apresentavam fortes evidências no compromisso da empresa em realizar a migração para um dos níveis. Seguem dois exemplos que mostram a forma pela qual a seleção foi feita:

Exemplo 1:

A Cia Suzano anunciou hoje que pretende separar suas áreas de petroquímica e de papel e celulose com a criação de companhias independentes e que estuda fechar o capital da Bahia Sul, recém-adquirida pelo grupo. Com a decisão, a nova empresa para papel e celulose vai unificar a gestão da Cia Suzano e da Bahia Sul. Já uma nova companhia englobará os investimentos petroquímicos (Polibrasil e Rio Polímeros). Dois fatos relevantes com as mudanças serão divulgados amanhã, informando ainda que vai aderir ao nível 1 da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) e que pretende se qualificar para obter o nível 2 para seus ADRs (papéis negociados em NY).

(Fonte: Folha de São Paulo, 25/09/2001)

Na próxima quinta-feira, dia 5, começam a ser negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) as ações da Suzano Bahia Sul Papel e Celulose, empresa resultante da integração societária da Companhia Suzano de Papel e Celulose e da

Bahia Sul Celulose. As ações serão negociadas no Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa, ambiente em que já são negociados os papéis da Suzano. O símbolo do novo papel na bolsa será SUZB5. A integração das duas empresas foi anunciada e aprovada em junho. No processo, a Suzano foi incorporada pela controlada Bahia Sul. A operação foi feita deste modo para maximizar as sinergias, principalmente fiscais.

(Fonte: Valor Econômico, 02/08/2004)

Neste caso, a segunda notícia foi escolhida, pelo fato de existirem mais evidências que atestam a migração da empresa para o Nível 1, enquanto que na primeira, a companhia demonstrava pretensões de aderir ao segmento, não provendo evidências de quando isso ocorreria e se, de fato, haveria a separação das áreas de petroquímica e de papel e celulose, o que poderia gerar dúvidas por parte do mercado.

Exemplo 2:

Além de demonstrar o interesse de lançar as ADRs no mercado americano, a direção da companhia estatal (Sabesp) também frisou que a empresa pretende entrar no Novo Mercado da Bovespa. Para se adequar às novas regras, a empresa convocou uma Assembléia Geral Extraordinária para adaptar o estatuto da concessionária de águas e esgoto.

(Fonte: Valor Econômico, 04/04/2002)

Com a oferta pública global de ações, a Sabesp vai derrubar a principal barreira que a impede de ingressar no Novo Mercado: o baixo índice de pulverização de suas ações. Hoje, 85% dos papéis da companhia de saneamento pertencem ao governo. Para se ajustar às regras máximas de governança corporativa, a empresa teria de colocar, pelo menos, 25% de seu capital nas mãos do mercado. Hoje, a Sabesp publicou no Diário Oficial do Estado de São Paulo aviso de licitação para a contratação de instituições financeiras que efetivem a venda pulverizada de suas ações ordinárias. A colocação será feita nos mercados nacional e internacional - neste último, sob a forma da ADR nível 3. O limite do controle acionário será respeitado. Conforme o aviso, os documentos para habilitação deverão ser entregues até 22 de agosto. Estima-se que a operação se concretize ainda em novembro deste ano. A analista de investimento da *BES Securities*, Mônica Araújo, considera a iniciativa muito positiva. "Além de elevar seu *free-float* (parcela do capital em circulação no mercado), hoje em 15%, a Sabesp vai aumentar seu nível de exposição nos mercados doméstico e externo", opina. Na opinião de Mônica, esta é a exigência que faltava para a Sabesp ingressar no Novo Mercado. "É uma empresa muito bem preparada, bem administrada, mas que vem sofrendo muito nos últimos dias com seu endividamento em dólar", afirmou.

(Fonte: Valor Econômico, 20/07/2001)

Neste exemplo, pode-se ver que a primeira notícia dá mais embasamento à migração pretendida pela empresa, uma vez que se mostra a convocação da Assembléia Geral Extraordinária. E a notícia também é garantida pela direção da companhia. Já na segunda

publicação, a instituição mostra a mudança de um dos requisitos para a migração ao Novo Mercado, e os comentários existentes são de pessoas não ligadas à direção da empresa, dando apenas indícios de intenção para entrar no segmento.

Primeiro anúncio

Outro critério utilizado para se efetuar a pesquisa foi a escolha pela notícia mais antiga dentre os anúncios que apresentaram a melhor qualidade para uma mesma companhia. No exemplo abaixo, pode-se notar que as duas publicações disponibilizaram os eventos de adesão da Eletropaulo no Nível 2 de forma consistente, tendo a aprovação do conselho de administração, o que atesta o compromisso da organização com os investidores de que a intenção é clara e direta. No entanto, a publicação pela Gazeta Mercantil foi consumada em 10 de setembro de 2004, ao passo que a do Valor Econômico foi no dia 13 de setembro de 2004. Logo, foi escolhida como a data do evento ($t = 0$) a data do primeiro anúncio (10 de setembro de 2004).

O conselho de administração da Eletropaulo aprovou hoje a adesão da companhia ao nível 2 do Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). A distribuidora paulista de energia deve se juntar as outras cinco empresas que fazem parte dessa categoria na Bolsa paulista - Celesc, Marcopolo, Net, América Latina Logística (ALL) e Gol. Dentre as principais exigências da Bovespa para que uma empresa seja listada no nível do IGC, estão: a divulgação de balanço financeiro anual segundo os padrões contábeis norte-americanos; a extensão aos donos de ações ordinárias das condições concedidas aos controladores, em caso da venda da companhia; tag along de 70% aos acionistas preferencialistas; e a adesão à Câmara de Arbitragem para resolver conflitos societários.

(Fonte: Gazeta Mercantil, 10/09/2004)

A Eletropaulo vai aderir ao Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa. Decisão nesse sentido foi aprovada pelo Conselho de Administração da empresa, em reunião na sexta-feira passada. Para dar continuidade ao processo, a Assembléia Geral Extraordinária de acionistas deve aprovar alterações no estatuto social da empresa, de forma a adequá-lo às exigências da Bovespa. Essa assembléia será convocada pelo presidente do Conselho de Administração, de acordo com comunicado enviado pela Eletropaulo ao mercado. Depois de modificado, o estatuto também terá de ser aprovado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

(Fonte: Valor Econômico, 13/09/2004)

Exclusão dos anúncios de lucros e distribuição de dividendos

Dado o caráter da pesquisa em analisar o evento de adesão a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, eventos que ficaram em datas próximas ao anúncio de lucro ou distribuição de dividendos (cinco dias antes ou cinco dias depois da data do evento) foram excluídos do estudo. Desse modo, buscou-se não se enviesar a pesquisa em função de informações não pertinentes ao presente estudo. Os exemplos abaixo ilustram tais fatos:

Anúncio do evento de adesão

A Aracruz Celulose é a mais nova empresa a entrar no Nível 1 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). O evento de lançamento das ações será no dia 16, na sede da Bovespa. O Nível 1 tem atualmente 19 empresas, entre elas, Globo Cabo, Vigor, Unibanco e Gerdau.
(Fonte: Gazeta Mercantil, 10/04/2002)

Anúncio de lucro

A ação PNB da Aracruz teve a segunda maior queda. Perdeu 5,62%. Hoje a companhia inaugurou a safra de balanços do primeiro trimestre do ano ao anunciar um lucro líquido de R\$ 22 milhões no período - uma queda de 70% em relação aos R\$ 73,2 milhões obtidos no mesmo período do ano passado.
(Fonte: Folha de São Paulo, 11/04/2002)

Conforme se nota, a data de anúncio do evento de adesão é bem próxima à data de divulgação de lucro da empresa. Esta última poderia influenciar nos resultados da pesquisa, portanto, deve ser excluída.

Em um outro exemplo, pode-se ver que a divulgação dos resultados não influi nos resultados da presente pesquisa, uma vez que é respeitada a distância de cinco dias após a data do evento:

Anúncio do evento de adesão

A União de Indústrias Petroquímicas (Unipar) informou há pouco que vai aderir ao nível 1 do Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).
(Fonte: Gazeta Mercantil, 11/08/2004)

Anúncio de lucro

A Unipar, holding que controla ativos da família Geyer no setor petroquímico, teve lucro de R\$ 56 milhões no terceiro trimestre, registrando uma alta de 115% a mais do que em igual trimestre de 2003. A receita bruta avançou 80% no trimestre,

totalizando R\$ 857 milhões, enquanto o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (lajida) teve variação de 45%, atingindo R\$ 109 milhões.

(Fonte: Valor Econômico, 11/11/2004)

Histórico dos preços das ações

Outro aspecto importante no tratamento dos dados foi a existência do histórico de preço das ações. Muitas companhias, principalmente as que aderiram às práticas de governança corporativa segundo os requisitos do Novo Mercado, não possuíam dados de preços do papel, uma vez que, antes da entrada, eram organizações familiares de capital fechado, organizações limitadas ou estatais que não possuíam ações listadas em bolsa. Tal fato não permitiu elaborar um modelo de estimação que calculasse o valor do retorno normal dessas ações.

A abertura de capital do banco paulista Nossa Caixa, prevista para o segundo semestre deste ano, também deve marcar a adesão da companhia ao Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). A informação foi confirmada há pouco à *InvestNews* pelo diretor-presidente da instituição, Valdery Albuquerque.

(Fonte: Gazeta Mercantil, 28/07/2003)

A Nossa Caixa estreou hoje no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) com suas ações (BNCA3) negociadas a R\$ 33,50. É a 16ª empresa a participar do Novo Mercado e a 59ª do Índice de Ações de Governança Corporativa. O início das negociações na Bolsa acontece depois da venda de 25% do capital (26.758.934 ações) do banco ao mercado.

(Fonte: Gazeta Mercantil, 28/10/2005)

Pelo exemplo acima, pode-se notar que, apesar do anúncio da adesão da empresa ao Novo Mercado da Bovespa datado de 28 de julho de 2003, o início das negociações da ação da empresa somente ocorreu no dia 28 de outubro de 2005, o que impossibilitou a sua inclusão no estudo por falta de dados na janela de estimação.

Liquidez das ações

As empresas da amostra deveriam possuir uma liquidez das ações ao longo do período adotado para o estudo. Os eventos das ações que tiveram dez *missing value* durante a janela de estimação foram excluídos, uma vez que, a partir desse número de dados faltantes, o modelo de estimação seria prejudicado. Eventos que possuíram algum *missing value* durante o processo também foram excluídos, já que a janela do evento implica num curto intervalo de

tempo, e o período é considerado sensível a qualquer fator externo.

Diagnóstico do modelo de regressão

O modelo de regressão da janela de estimação deveria apresentar linearidade de, pelo menos, um nível de 10% de significância. Os eventos que não apresentaram esse nível de significância foram também excluídos do estudo.

Diante de todos esses critérios estabelecidos, as seguintes empresas foram excluídas da Amostra da Data do Anúncio, pelos motivos listados:

Ausência de histórico de preços das ações	Ausência de liquidez na janela de estimação	Ausência de linearidade do modelo de regressão	Missing Value na Janela do evento	Holdings	Anúncio de Lucro ou distribuição de dividendos
ALL AMERICA LATINA	ALPARGATAS	ARCELOR	MARCOPOLO	BRADSPAR	ARACRUZ
CCR RODOVIAS	CIA HERING	ETERNIT	RANDON PART	BRASIL T PAR	
CEDRO	CYRELA REALTY	FRAS-LE		ITAUSA	
COSAN	MANGELS INDL	PERDIGÃO			
CPFL ENERGIA	TAM S/A				
DASA	VIGOR				
ENERGIAS DO BRASIL	WEG				
GOL					
GRENDENE					
LOCALIZA					
LOJAS RENNER					
NATURA					
NOSSA CAIXA					
OHL BRASIL					
PORTO SEGURO					
RENAR					
SUBMARINO					
UOL					

Quadro 3.2 Empresas excluídas da amostra da Data do Anúncio

Fonte: Elaborado pelo autor

E as seguintes empresas foram excluídas da Amostra da Data de Adesão:

Ausência de histórico de preços das ações	Ausência de liquidez na janela de estimação	Ausência de linearidade do modelo de regressão	Missing Value na Janela do evento	Holdings	Anúncio de Lucro ou distribuição de dividendos
ALL AMERICA LATINA	ALPARGATAS	ARCELOR	RANDON PART	BRADSPAR	ARACRUZ
CCR RODOVIAS	CIA HERING	ETERNIT	FRAS-LE	BRASIL T PAR	
CEDRO	CYRELA REALTY	IOCHP-MAXION		ITAUSA	
COSAN	MANGELS INDL	MARCOPOLO			
CPFL ENERGIA	TAM S/A	PERDIGÃO			
DASA	VIGOR	ROSSI RESIDENCIAL			
ENERGIAS DO BRASIL	WEG				
GOL					
GRENDENE					
LOCALIZA					
LOJAS RENNER					
NATURA					
NOSSA CAIXA					
OHL BRASIL					
PORTO SEGURO					
RENAR					
SUBMARINO					
UOL					

Quadro 3.3 Empresas excluídas amostra da Data de Adesão

Fonte: Elaborado pelo autor

Foram excluídas 35 empresas da Amostra da Data do Anúncio, conforme quadro 3.2, o que resultou em uma amostra final de 31 empresas, de acordo com o quadro abaixo:

Nº	Empresa	Tipo	Segmento de Governança Corporativa da Bovespa	Data do Evento
1	BRADESCO	PN	Nível 1	25/6/2001
2	BRASIL TELECOM	PN	Nível 1	27/3/2002
3	BRASKEM	PN	Nível 1	6/9/2002
4	CELESC	PN	Nível 2	19/6/2002
5	CEMIG	PN	Nível 1	18/9/2001
6	CONFAB	PN	Nível 1	15/12/2003
7	DURATEX	PN	Nível 1	17/8/2004
8	ELETROPAULO	PN	Nível 2	10/9/2004
9	ELETROBRÁS	PN	Nível 1	29/9/2005
10	GERDAU	PN	Nível 1	25/6/2001
11	GERDAU METALÚRGICA	PN	Nível 1	8/5/2003
12	IOCHP-MAXION	PN	Nível 1	9/11/2005
13	ITAUBANCO	PN	Nível 1	21/6/2001
14	KLABIN S/A	PN	Nível 1	22/4/2002
15	LIGHT	ON	Novo Mercado	15/7/2005
16	NET	PN	Nível 2	2/5/2002
17	PÃO DE AÇÚCAR - CBD	PN	Nível 1	11/12/2002
18	PETROBRAS	PN	Nível 2	15/10/2002
19	RIPASA	PN	Nível 1	7/11/2001
20	ROSSI RESIDENCIAL	ON	Novo Mercado	21/12/2005
21	SABESP	ON	Novo Mercado	4/4/2002
22	SADIA S/A	PN	Nível 1	20/6/2001
23	SUZANO PAPEL	PN	Nível 1	2/8/2004
24	SUZANO PETROQUÍMICA	PN	Nível 2	22/10/2004
25	TRACTEBEL	ON	Novo Mercado	11/10/2005
26	TRANSMISSÃO PAULISTA	PN	Nível 1	12/9/2002
27	ULTRAPAR	PN	Nível 1	26/10/2005
28	UNIBANCO	PN	Nível 1	25/6/2001
29	UNIPAR	PN	Nível 1	11/8/2004
30	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL	PN	Nível 1	1/11/2001
31	VALE DO RIO DOCE	PN	Nível 1	5/12/2003

Quadro 3.4 Amostra final de empresas para a amostra da Data do Anúncio

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Amostra da Data de Adesão foram excluídas 37 empresas, conforme quadro 3.3, o que resultou em uma amostra final de 27 empresas, de acordo com o quadro abaixo:

Nº	Empresa	Tipo	Segmento de Governança Corporativa da Bovespa	Data de Adesão
1	BRABESCO	PN	Nível 1	26/6/2001
2	BRASIL TELECOM	PN	Nível 1	9/5/2002
3	BRASKEM	PN	Nível 1	13/2/2003
4	CELESC	PN	Nível 2	26/6/2002
5	CEMIG	PN	Nível 1	17/10/2001
6	CONFAB	PN	Nível 1	19/12/2003
7	DURATEX	PN	Nível 1	5/5/2005
8	ELETROPAULO	PN	Nível 2	13/12/2004
9	GERDAU	PN	Nível 1	26/6/2001
10	GERDAU METALÚRGICA	PN	Nível 1	25/6/2003
11	ITAUBANCO	PN	Nível 1	26/6/2001
12	KLABIN S/A	PN	Nível 1	10/12/2002
13	LIGHT	ON	Novo Mercado	28/7/2005
14	NET	PN	Nível 2	27/6/2002
15	PÃO DE AÇÚCAR - CBD	PN	Nível 1	29/4/2003
16	RIPASA	PN	Nível 1	12/11/2001
17	SABESP	ON	Novo Mercado	24/4/2002
18	SADIA S/A	PN	Nível 1	26/6/2001
19	SUZANO PAPEL	PN	Nível 1	5/8/2004
20	SUZANO PETROQUÍMICA	PN	Nível 2	25/11/2004
21	TRACTEBEL	ON	Novo Mercado	16/11/2005
22	TRANSMISSÃO PAULISTA	PN	Nível 1	18/9/2002
23	ULTRAPAR	PN	Nível 1	27/10/2005
24	UNIBANCO	PN	Nível 1	26/6/2001
25	UNIPAR	PN	Nível 1	24/11/2004
26	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL	PN	Nível 1	14/11/2001
27	VALE DO RIO DOCE	PN	Nível 1	12/12/2003

Quadro 3.5 Amostra final de empresas para a amostra da Data de Adesão

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4 Limitações da pesquisa

De forma geral, partiu-se da premissa de que pertencer a um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa significou a adoção por parte da empresa de boas práticas de governança corporativa. Assim, no presente estudo, o anúncio do evento de migração – ou a adesão, de fato, a um dos segmentos – demonstrou que a empresa passou a se comprometer em oferecer um nível maior de *disclosure* para os investidores, além de aumentar a proteção legal aos acionistas. No entanto, é possível a existência de determinadas práticas que não são adotadas em um dos níveis, principalmente o Nível 1, podendo afetar o estudo em questão.

Cabe ressaltar ainda que houve algumas limitações relevantes com relação à coleta e ao tratamento dos dados ao longo do trabalho.

3.4.1 Tamanho da amostra

Dada a recente criação dos níveis diferenciados de governança pela Bovespa, há uma limitação do tamanho da amostra. Existem muitas empresas que ainda não se estruturaram para poder migrar para um dos níveis. Algumas, que estão próximas das condições exigidas pela Bovespa, fizeram anúncios incertos, que não geravam credibilidade acerca da real possibilidade de intenção de adesão. Além disso, muitas delas ainda não estão listadas no IGC, o que diminui o tamanho da amostra a ser analisada.

Uma possível solução para essa limitação seria a execução desse mesmo estudo no futuro, abrangendo um período em que houvesse mais dados históricos de empresas brasileiras seguidoras das práticas para a listagem ao Índice de Governança Corporativa. Outra idéia seria a ampliação do universo de empresas, incluindo corporações de outros países. Esses aspectos de minimização da limitação, no entanto, não foram objetos de estudo deste trabalho, podendo ser úteis a pesquisas futuras.

3.4.2 Seleção da amostra

Grande parte das empresas selecionadas para a amostra possui um porte acima da média do mercado brasileiro. Portanto, não se pode generalizar o resultado da pesquisa para a população como um todo.

3.4.3 Concentração da amostra

Tanto na Amostra da Data do Anúncio como na Amostra da Data de Adesão, existe um grande número de companhias que efetuou o anúncio ou a adesão, de fato, ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa. Ambas as amostras demonstraram uma forte concentração nesse segmento, tornando a pesquisa um reflexo do estudo de migração para o Nível 1. Na Amostra da Data do Anúncio, 71% são anúncios de migração para o Nível 1; 16%, para o Nível 2; e 13%, para o Novo Mercado. Na Amostra da Data de Adesão, 74% daquelas com registro na bolsa relacionam-se ao Nível 1; 15% ao Nível 2; e 11% ao Novo Mercado.

3.4.4 Características de governança corporativa da Bovespa

O enfoque da pesquisa esteve relacionado com as características de desempenho de valor das ações de empresas que migraram para segmentos de governança da Bovespa. Dessa maneira, as práticas analisadas foram as que permeiam as regras descritas para a listagem em um dos níveis, não contemplando cada prática de governança em separado, o que pode fazer com que uma possua mais influência do que as demais.

3.4.5 Causalidade entre as variáveis

Partiu-se da premissa de que as práticas descritas para o ingresso a um dos segmentos de práticas diferenciadas de governança da Bovespa podem afetar o desempenho na valorização das ações das empresas. Tal pressuposto pode não ser correto.

Assim, será levantada a seguinte questão: A incorporação das práticas superiores de governança corporativa, por parte das empresas pertencentes ao IGC da Bovespa, pode ser a causa do desempenho superior de suas respectivas ações ou também pode ser a consequência? Esta última parte do pressuposto de que as organizações poderiam aprofundar as suas práticas a partir de um desempenho superior em suas ações, ou mesmo serem influenciadas por condições macroeconômicas, ou de conjectura ao longo do período de estudo.

3.4.6 Erros nos dados

Grande parte das empresas analisadas possuía liquidez suficiente para a elaboração do modelo de estimação. No entanto, algumas ações não haviam sido negociadas durante alguns dias da janela de estimação, denominados *missing values*. Esses dias sem negociação foram excluídos para o cálculo das regressões, sendo limitados a dez *missing values*. Isso pode ter ocasionado uma perda de eficiência dos parâmetros de estimação. Do total de 31 eventos da Amostra final da Data do Anúncio, 27 apresentaram liquidez durante todo o período da janela de estimação (87%). Dentre os quatro eventos restantes, todos eles revelaram ausência de negociação entre um e cinco dias (13%) e nenhuma teve *missing value* entre seis e dez dias. Com relação à Amostra final da Data de Adesão (27 empresas), nenhuma delas apresentou *missing value* entre um e dez dias.

3.5 Modelo geral da pesquisa

Este trabalho analisará se a adesão a um dos níveis de práticas superiores de governança corporativa da Bovespa influencia no valor das ações das instituições estudadas. O modelo geral esquemático da pesquisa de mensuração dos efeitos da governança corporativa sobre o preço das ações das empresas é apresentado abaixo:

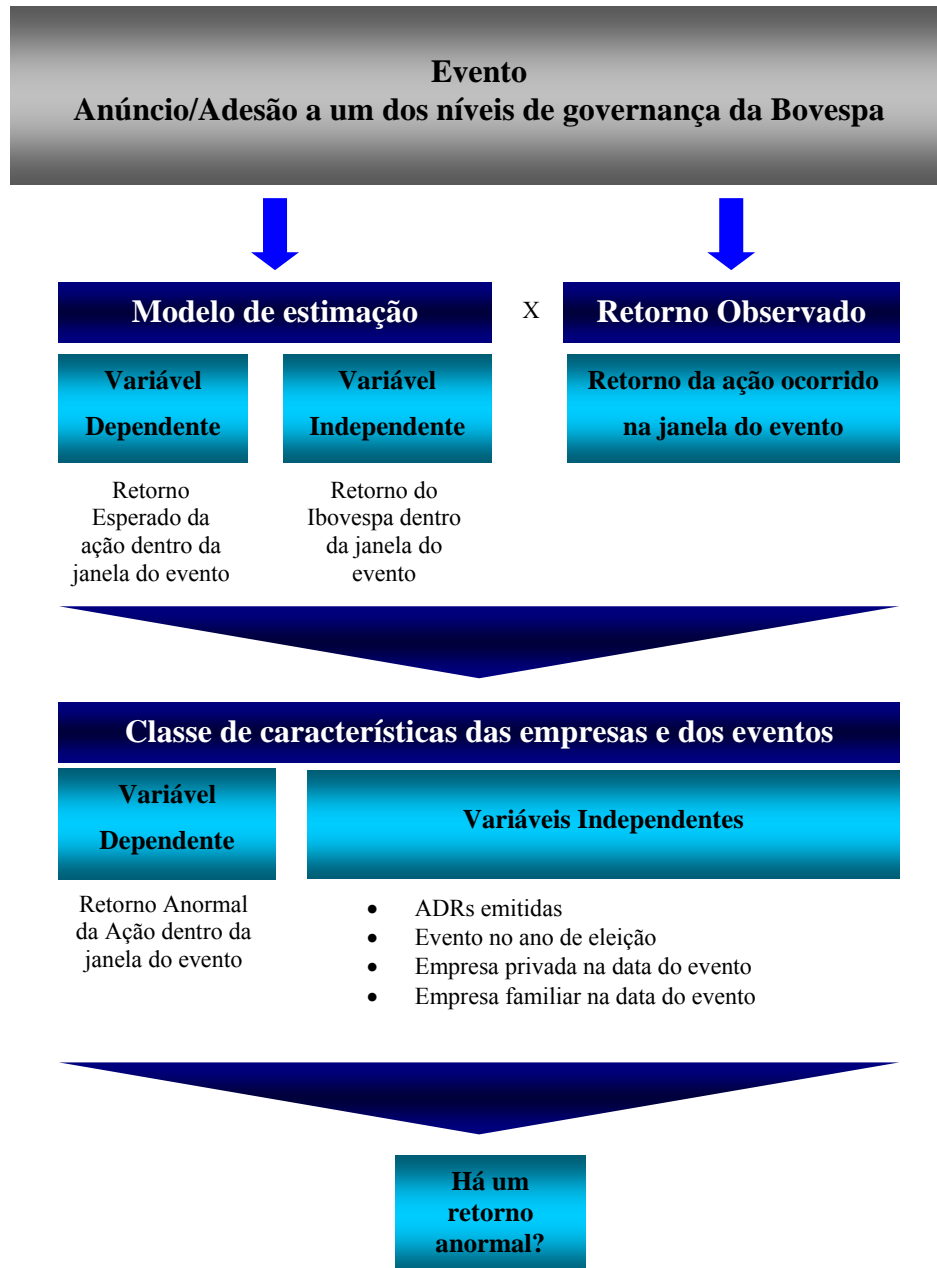


Figura 3.2 Modelo geral da pesquisa

Fonte: Elaborado pelo autor

3.6 Modelo esquemático do teste de hipóteses

De acordo com as hipóteses de pesquisa apresentadas na seção 1.6, este estudo investiga a relação entre a adesão (ou do anúncio de migração) da companhia a um dos níveis de práticas diferenciadas de governança corporativa e o suposto desempenho superior do retorno das ações das instituições da amostra. Esquemáticamente, o teste de hipótese ocorreu da seguinte forma:

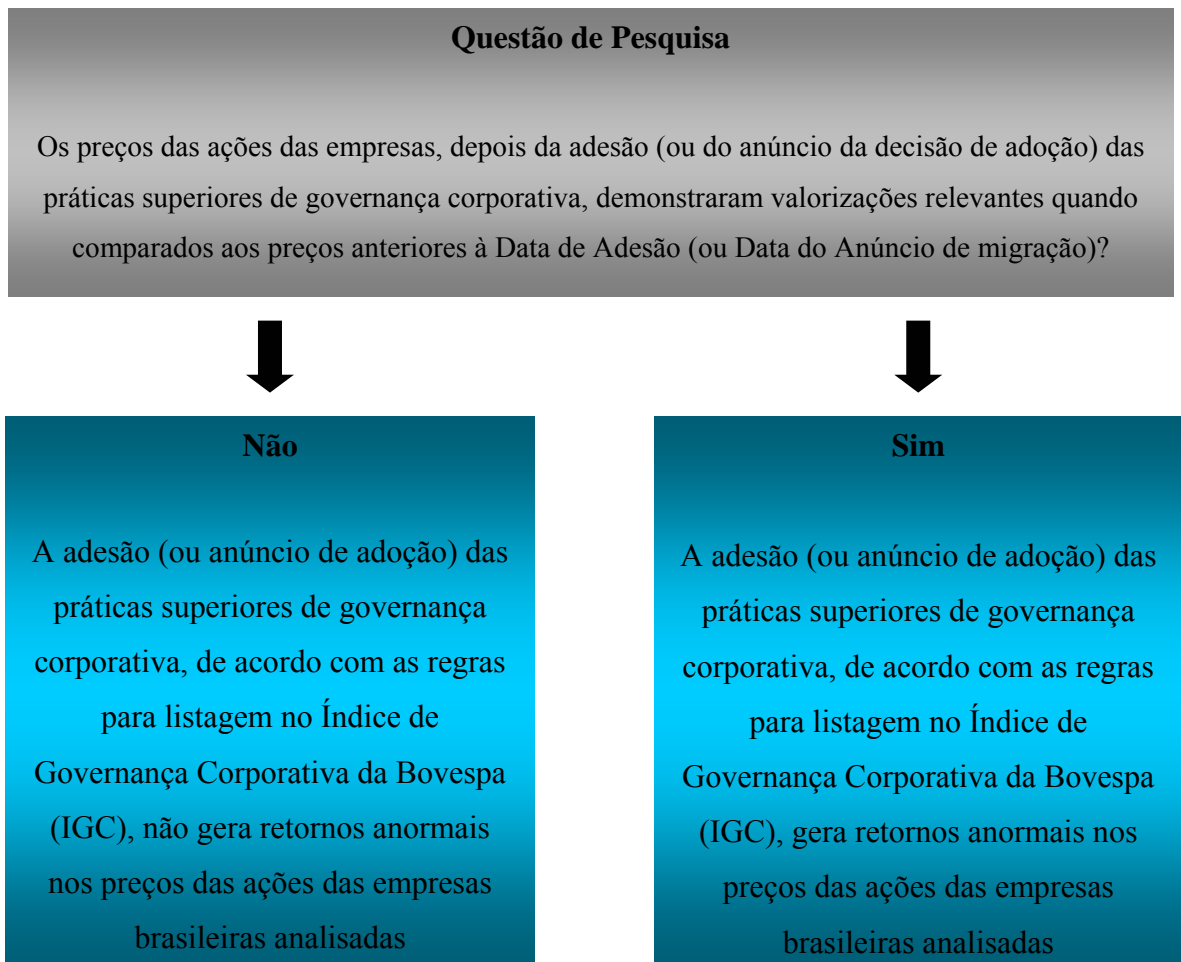


Figura 3.3 Modelo esquemático do teste de hipóteses

Fonte: Elaborado pelo autor

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Resultados da amostra da Data do Anúncio

Conforme mencionado na seção 3.3, a amostra final da Data do Anúncio foi de 31 empresas, e a maior parte dos anúncios foi proveniente do jornal Valor Econômico (58%), seguido da Gazeta Mercantil (32%) e Folha de São Paulo (10%). Abaixo, segue o quadro.

Periódico	Nº de anúncios	Frequência
Valor Econômico	18	58%
Gazeta Mercantil	10	32%
Folha de São Paulo	3	10%
Total	31	100%

Quadro 4.1 Frequência dos anúncios de adesão por fonte

Fonte: Elaborado pelo autor

Uma vez de posse dos dados de evento, foram efetuados os cálculos dos retornos anormais de cada uma das empresas para o período da janela do evento. Essa janela compreendeu um total de 14 dias, composto de três dias anteriores à data do anúncio; a data do anúncio; e dez dias posteriores a essa data. Os detalhes dos resultados, tanto no consolidado como para cada companhia, abrangendo cada dia da janela do evento, estão nos anexos G e H.

Calculados os retornos anormais de cada organização, foi realizada uma análise da influência de determinadas características – inerentes a cada uma – que pudessem influir no retorno anormal da amostra como um todo. Primeiramente, foram estimadas 14 regressões múltiplas, uma para cada dia da janela do evento (por meio de dados *cross-section*), com o intuito de inferir se, dia a dia, as variáveis qualitativas possuíam impacto no retorno anormal. Abaixo, segue a tabela dos níveis de significância a cada dia e a cada variável explicativa:

Dias em relação à data do evento	ADR	ELE	PRIV	FAM	Geral
-3	0,6580	0,0790	0,2080	0,7290	0,3721
-2	0,3420	0,2630	0,7510	0,2760	0,4233
-1	0,6400	0,0950	0,0190 *	0,0760	0,0966
0	0,0670	0,4340	0,5130	0,4660	0,3631
1	0,4310	0,9500	0,0750	0,2280	0,4012
2	0,5300	0,6030	0,6090	0,4490	0,8175
3	0,1990	0,9430	0,5290	0,6180	0,5521
4	0,7230	0,8210	0,6310	0,7070	0,9790
5	0,6680	0,7890	0,3740	0,0500 *	0,1424
6	0,0330 *	0,4350	0,3580	0,1730	0,0053 *
7	0,6840	0,5220	0,4860	0,3740	0,6333
8	0,9540	0,5980	0,5100	0,1670	0,5837
9	0,4510	0,7440	0,4990	0,2340	0,6282
10	0,5070	0,3130	0,6890	0,4970	0,7393

* com um nível de significância de 5%.

Regressões estimadas com desvios-padrão de White.

Quadro 4.2 Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data do Anúncio – *cross section*

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme se percebe, apenas em três dos 14 dias, uma das variáveis qualitativas teve impacto no retorno anormal. O fato de uma empresa ser da esfera privada mostra indícios de que ela apresentou um retorno anormal maior em relação às instituições da esfera pública, no dia imediatamente anterior à data do anúncio, uma vez que a significância estatística ocupou o nível de 1,9%. No quinto dia após a data do anúncio, uma empresa familiar apresentou um retorno anormal menor em relação àquelas não familiares, uma vez que a significância estatística ocupou o nível de 5%. E, no sexto dia após a data do anúncio, pode-se ver que companhias que já apresentavam ADRs lançadas no mercado quando efetuaram o anúncio de migração revelaram um retorno anormal menor em relação às que não possuíam ADRs lançadas, uma vez que a significância estatística foi de 3,3%. Para os demais dias, não houve nenhum indício estatisticamente significativo com relação a alguma variável explicativa, demonstrando um retorno anormal mais acentuado em função das características analisadas. Logo, pode-se concluir que não há resultados robustos que comprovem a existência de

diferenças nos retornos anormais das empresas em função das classes de variáveis explicativas. Portanto, o fato de uma empresa já ter lançado ou não ADR antes da data do evento; de o anúncio ter ocorrido ou não no ano de eleição; de a companhia ser privada ou estatal; familiar ou não, é irrelevante para a análise do retorno anormal.

Foi realizada também uma análise com dados em painel para o período da janela do evento. Ao se executar tal procedimento, a dimensão tempo passa a entrar nas estimações. O intuito foi verificar uma possível existência de uma influência significativa entre os retornos anormais para as diferentes classes de variáveis explicativas, por meio do método dos mínimos quadrados ordinários. Ao mesmo tempo, foi realizada uma estimação por efeitos aleatórios, que busca resolver o possível problema de a matriz de variância e covariância dos estimadores não se apresentar bem comportada (isto é, pode existir uma alta correlação serial entre os erros idiossincráticos e, assim, o estimador do método dos mínimos quadrados não ser eficiente). Abaixo, são dispostos os resultados estatísticos do estudo, considerando a regressão pelos métodos dos mínimos quadrados ordinários, ou ainda utilizando-se do efeito aleatório.

Método da Regressão	Dia	ADR	ELE	PRIV	FAM	Geral
Método dos Mínimos Quadrados Ordinários	0,0660	0,8330	0,6960	0,2730	0,7450	0,2647
Efeito Aleatório	0,0670	0,8750	0,7410	0,3290	0,7750	0,3712

* com um nível de significância de 5%.
Regressões estimadas com desvios-padrão de White.

Quadro 4.3 Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data do Anúncio – dados em painel

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme pode-se constatar, nenhuma das variáveis qualitativas apresentou efeito significativo sobre o retorno anormal, tanto pelo método dos mínimos quadrados ordinários quanto pelo efeito aleatório. Isso vai ao encontro dos resultados provenientes da regressão anteriormente vistos pelos dados em *cross section*, ou seja, não há resultados robustos que comprovem a existência de diferenças nos retornos anormais das empresas em função das classes de variáveis explicativas. É válido ressaltar apenas que a variável Dia mostrou um grau de significância estatística próxima dos 5%. Tanto pelo método dos mínimos quadrados ordinários quanto pelo efeito aleatório, o grau de significância foi de 6,6% e 6,7%,

respectivamente, demonstrando sinais de que, conforme o tempo passa, o efeito do evento diminui sobre os retornos anormais.

Em função dos resultados da regressão, pode-se inferir que não é necessário segmentar a amostra em função das características peculiares de cada organização, com intuito de efetuar a análise dos retornos anormais e dos retornos anormais acumulados. Portanto, no procedimento de cálculo do retorno anormal médio e do retorno anormal médio acumulado, foi considerada toda a amostra em conjunto, ou seja, as 31 empresas da amostra da Data do Anúncio.

A seguir, observam-se os resultados dos testes para verificar a existência do retorno anormal e do retorno anormal acumulado ao longo da janela do evento, bem como os respectivos graus de significância estatística, efetuadas pelo teste Z.

Dias em relação à data do evento	AR Médio	CAR Médio
-3	0,20166%	0,20166%
-2	0,07277%	0,27442%
-1	0,82000% *	1,09442%
0	0,90055% *	1,99496% *
1	0,68140% **	2,67637% *
2	0,64965%	3,32601% *
3	-0,75707%	2,56894% *
4	-0,06326%	2,50568% *
5	0,14884%	2,65451% *
6	0,16700%	2,82152% *
7	0,01172%	2,83324% *
8	-0,18715%	2,64609% **
9	0,59047%	3,23656% *
10	-0,67744%	2,55913% **

* com um nível de significância de 5%.

** com um nível de significância de 10%.

Quadro 4.4 Resultados do estudo de evento da amostra da Data do Anúncio

Fonte: Elaborado pelo autor

Para a amostra da Data do Anúncio, o retorno anormal médio (AR Médio) apresentou valor positivo e estatisticamente significativo ao nível de 5% nos dias -1 (no dia anterior ao anúncio de migração) e zero (na data do anúncio). No dia +1 (primeiro dia posterior ao anúncio), o

retorno anormal médio apresentou um valor positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10%. Considerando o retorno anormal médio acumulado (CAR Médio), os resultados indicam reação positiva do mercado a partir da data do anúncio de migração a um dos níveis de governança diferenciada da Bovespa até o dia +10. Desde o dia do anúncio de migração (dia zero) até os dias +7 e +9, os valores dos retornos anormais acumulados médios apresentaram significância estatística de pelo menos 5%, e os CARs Médios variaram entre 1,99496% e 3,32601%. Nos dias +8 e +10, os valores de CARs Médios apresentaram significância estatística de pelo menos 10%, e os CARs Médios foram, respectivamente, 2,64609% e 2,55913%.

Dentre o período da janela do evento, os dias que apresentaram maiores retornos anormais, em ordem decrescente, foram 0 (data do evento), -1, +1, +2 e +9, com os respectivos retornos de 0,90055%, 0,82%, 0,6814%, 0,64965% e 0,59047%. Ou seja, os maiores retornos anormais se concentraram próximos à data em que ocorreu o anúncio por parte da empresa da migração para um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

Conforme se pode notar, há fortes evidências de um retorno anormal ao longo do período da janela do evento. Analisando o gráfico 4.1, a partir do dia -2, a média do retorno anormal acumulado (CAR Médio) começa a inclinar de forma mais acentuada, e nos dias zero (data do evento), +1 e +2, tais inclinações continuaram de forma acentuada. Esse dado é comprovado pelo teste do Z crítico. No gráfico 4.2, pode-se ver que no dia zero, o Z é igual a 2,4765, estando bem acima do valor de 1,96 (Z crítico ao nível de 5%) e, a partir do dia +1, o Z continua maior do que 1,96 (Z crítico ao nível de 5%), com exceção dos dias +8 e +10. Isso demonstra que a posição dos retornos nessas datas está na ponta extrema direita da curva normal. Concomitante, conforme visto na regressão multivariada da amostra pelos dados em painel, o gráfico do retorno anormal acumulado mostra que há evidências de que, à medida que o tempo passa, o efeito do evento se reduz, uma vez que o CAR Médio tende a diminuir ao longo do tempo.

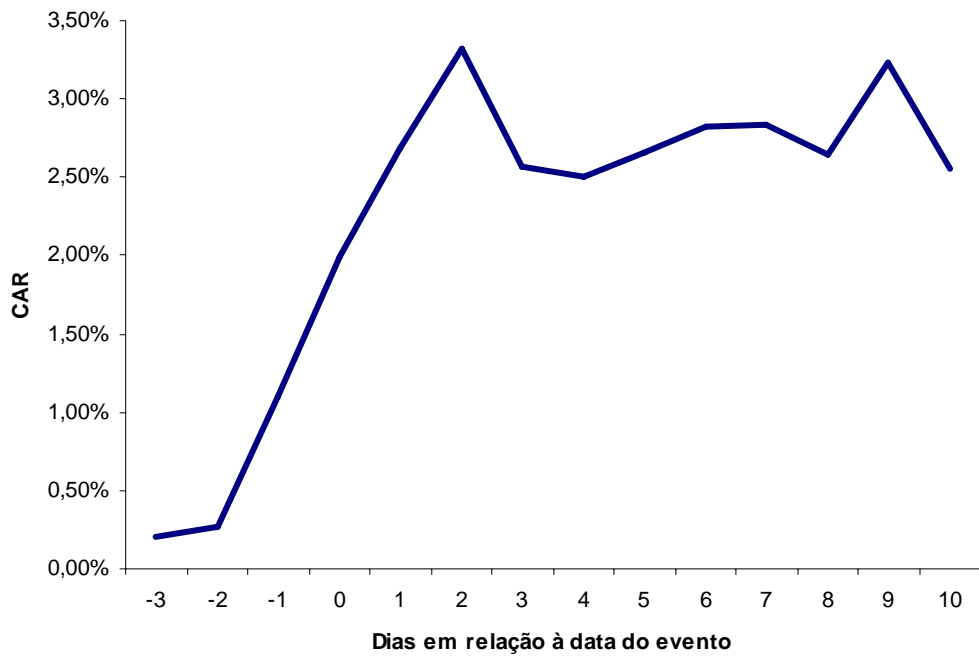


Gráfico 4.1 Média do retorno anormal acumulado – amostra da Data do Anúncio

Fonte: Elaborado pelo autor

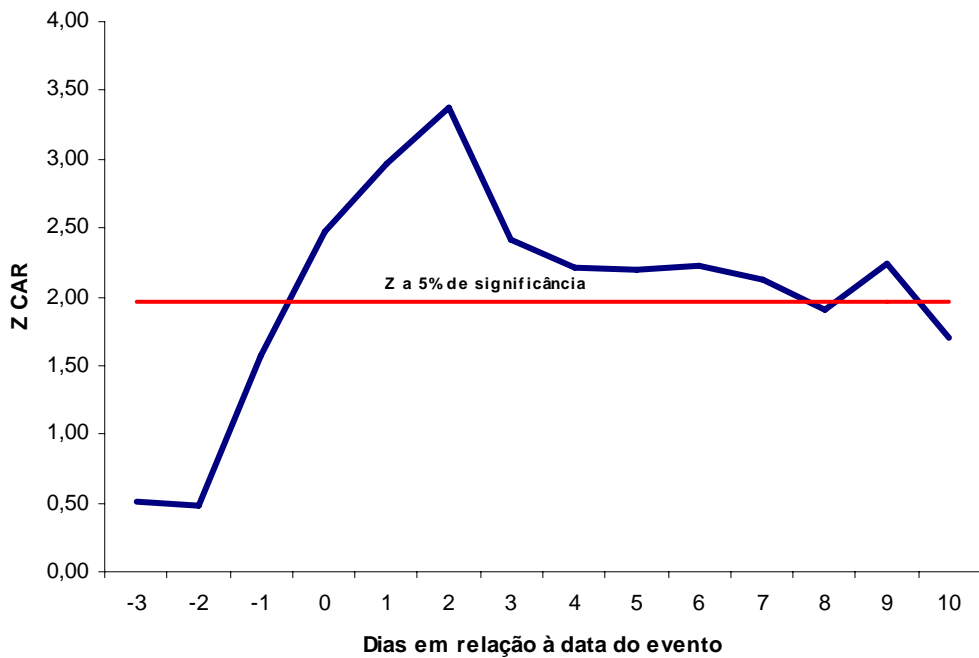


Gráfico 4.2 Teste Z da média do retorno anormal acumulado – amostra da Data do Anúncio

Fonte: Elaborado pelo autor

O estudo mostra fortes evidências da relação entre as práticas superiores de governança corporativa e a valorização das ações, demonstradas por meio de um estudo de evento, tendo como tal, o anúncio de migração a um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa. Assim, a hipótese nula da pesquisa passa a ser rejeitada e se conclui que o anúncio de migração a um dos níveis com práticas superiores de governança corporativa, de acordo com as regras da Bovespa, gera retornos anormais nos preços das ações das corporações brasileiras analisadas.

4.2 Resultados da amostra da Data de Adesão

Considerando a amostra da Data de Adesão, foi utilizado um total de 27 empresas. Uma vez levantadas as datas efetivas de adesão junto à Bovespa, foram efetuados os cálculos dos retornos anormais de cada uma delas para o período da janela do evento. Essa janela compreendeu um total de 14 dias, composta de três dias anteriores à data do anúncio, a data do anúncio e dez dias posteriores a essa data. Os detalhes dos resultados, tanto no consolidado como para cada empresa, abrangendo cada dia da janela do evento, estão nos anexos I e J.

Calculados os retornos anormais de cada empresa, foi realizada uma análise da influência de determinadas características inerentes a cada uma que pudessem influir no retorno anormal da amostra como um todo. Primeiramente, foram estimadas 14 regressões múltiplas, uma para cada dia da janela do evento (por meio de dados *cross-section*), com o intuito de inferir se, dia a dia, as variáveis qualitativas possuíam impacto no retorno anormal. A tabela abaixo representa os níveis de significância a cada dia e a cada variável explicativa:

Dias em relação à data do evento	ADR	ELE	PRIV	FAM	Geral
-3	0,3380	0,4730	0,8550	0,5420	0,7523
-2	0,5000	0,1710	0,7060	0,4230	0,6488
-1	0,3330	0,7220	0,8260	0,4050	0,1979
0	0,7860	0,2260	0,3660	0,6110	0,6626
1	0,7430	0,8430	0,2430	0,5050	0,2089
2	0,2680	0,6920	0,3850	0,6510	0,6472
3	0,7360	0,4400	0,2700	0,7720	0,6504
4	0,1730	0,5780	0,7040	0,4620	0,6317
5	0,8420	0,3650	0,1520	0,9700	0,4123
6	0,7560	0,1540	0,9660	0,6660	0,6079
7	0,4850	0,3810	0,3540	0,2000	0,6736
8	0,3980	0,2680	0,9790	0,4350	0,5679
9	0,4760	0,2370	0,1660	0,3800	0,6390
10	0,9990	0,0670	0,2960	0,5170	0,3370

* com um nível de significância de 5%.

Regressões estimadas com desvios-padrão de White.

Quadro 4.5 Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data de Adesão – *cross section*

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme se observa, em nenhum dos dias alguma das variáveis qualitativas apresentou impacto no retorno anormal, com um nível de significância de 5%. Se uma significância estatística de 10% for considerada, apenas no dia dez, pode-se ver uma influência da variável Eleição. Empresas que realizaram a adesão a um dos níveis da Bovespa fora do ano de eleição de 2002 demonstraram um retorno anormal menor em relação às demais. Para os outros dias, mesmo com um nível de significância de 10%, não houve nenhum indício estatisticamente significativo com relação a alguma variável explicativa, demonstrando um retorno anormal mais acentuado em função das características analisadas. Logo, pode-se concluir que não há resultados robustos que comprovem a existência de diferenças nos retornos anormais das companhias em função das classes de variáveis explicativas, ou seja, o fato de uma instituição já ter lançado ou não ADR antes da data de adesão; de a adesão ter ocorrido ou não no ano de eleição; de a organização ser privada ou estatal; familiar ou não, é irrelevante para a análise do retorno anormal.

Foi realizada também uma análise com dados em painel para o período da janela do evento. Ao se executar tal procedimento, a dimensão tempo passa a entrar nas estimações. O intuito foi verificar uma possível existência de uma influência significativa entre os retornos anormais para as diferentes classes de variáveis explicativas, por meio do método dos mínimos quadrados ordinários. Procedeu-se ainda com uma estimação por efeitos aleatórios, que busca resolver o possível problema de a matriz de variância e covariância dos estimadores não se apresentar bem comportada (isto é, pode existir uma alta correlação serial entre os erros idiossincráticos e, assim, o estimador do método dos mínimos quadrados não ser eficiente). Abaixo, seguem os resultados estatísticos do estudo, considerando a regressão pelos métodos dos mínimos quadrados ordinários e também pelo efeito aleatório.

Método da Regressão	Dia	ADR	ELE	PRIV	FAM	Geral
Método dos Mínimos Quadrados Ordinários	0,2020	0,9710	0,1840	0,3070	0,6570	0,6689
Efeito Aleatório	0,1600	0,9720	0,1970	0,3610	0,6420	0,5414

* com um nível de significância de 5%.
Regressões estimadas com desvios-padrão de White.

Quadro 4.6 Nível de significância da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data de Adesão – dados em painel

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme se constata, nenhuma das variáveis qualitativas apresentou efeito significativo sobre o retorno anormal, tanto pelo método dos mínimos quadrados ordinários quanto pelo efeito aleatório. Essa informação se identifica com os resultados provenientes da regressão, vistos anteriormente por intermédio dos dados em *cross section*, ou seja, não há resultados robustos que comprovem a existência de diferenças nos retornos anormais das empresas em função das classes de variáveis explicativas. É válido ressaltar apenas que, mesmo a variável Dia, não demonstrou um grau de significância estatística próximo dos 5% (20,2% pelo método dos mínimos quadrados ordinários e 16% pelo método do efeito aleatório).

Em função dos resultados da regressão, pode-se inferir que também não é necessário segmentar a amostra da Data de Adesão, em função das características peculiares de cada companhia, com o intuito de efetuar a análise dos retornos anormais e dos retornos anormais

acumulados. Portanto, no procedimento de cálculo do retorno anormal médio e do retorno anormal médio acumulado foi considerada toda a amostra em conjunto, ou seja, as 27 empresas da amostra da Data de Adesão.

Abaixo, listam-se os resultados dos testes para verificar a existência do retorno anormal e do retorno anormal acumulado ao longo da janela do evento, bem como as respectivas referências dos graus de significância estatística, efetuadas pelo teste Z.

Dias em relação à data do evento	AR Médio	CAR Médio
-3	1,06887% *	1,06887% *
-2	0,18227%	1,25114% *
-1	-0,35495%	0,89618%
0	0,17267%	1,06886%
1	-0,56628%	0,50257%
2	-0,44153%	0,06104%
3	0,32596%	0,38700%
4	-0,09561%	0,29139%
5	-0,47320%	-0,18181%
6	-0,10733%	-0,28914%
7	-0,68698%	-0,97613%
8	-0,04148%	-1,01761%
9	-0,52147%	-1,53908%
10	0,30427%	-1,23481%

* com um nível de significância de 5%.

** com um nível de significância de 10%.

Quadro 4.7 Resultados do estudo de evento da amostra da Data de Adesão

Fonte: Elaborado pelo autor

Para a amostra da Data de Adesão, o retorno anormal médio (AR Médio) apresentou valor positivo e estatisticamente significativo ao nível de 5% apenas no dia -3 (três dias anteriores ao anúncio de migração). Considerando o retorno anormal médio acumulado (CAR Médio), os resultados indicam reação positiva do mercado, com significância de 5%, apenas para os dias -3 e -2 (três e dois dias anteriores ao anúncio de migração).

Diferente dos resultados da amostra da Data do Anúncio, a amostra da Data de Adesão não demonstrou evidências de um retorno anormal ao longo do período da janela do evento.

Analisando o gráfico 4.3, a partir do dia -2, a média do retorno anormal acumulado (CAR Médio) começa a declinar constantemente e, nos dias zero (data do evento) e +1, tais inclinações foram mais acentuadas. O gráfico 4.3 mostra o valores dos Z de cada um dos dias. Conforme pode-se ver, apenas nos dias -3 e -2 o valor do Z esteve acima do Z crítico do valor de 1,96 (Z crítico ao nível de 5%). Para os demais dias, o valores de Z foram menores do que 1,96, demonstrando a não existência de retornos anormais significantes. Isso mostra que as posições dos retornos nessas datas estão dentro da fronteira da curva normal, com um nível de significância de 5%.

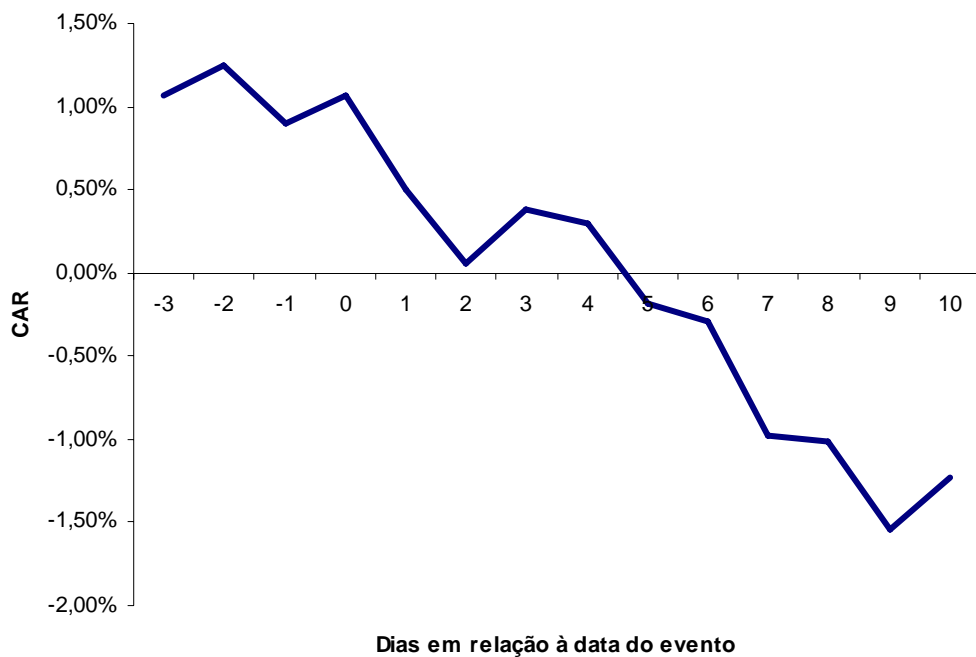


Gráfico 4.3 Média do retorno anormal acumulado – amostra da Data de Adesão

Fonte: Elaborado pelo autor

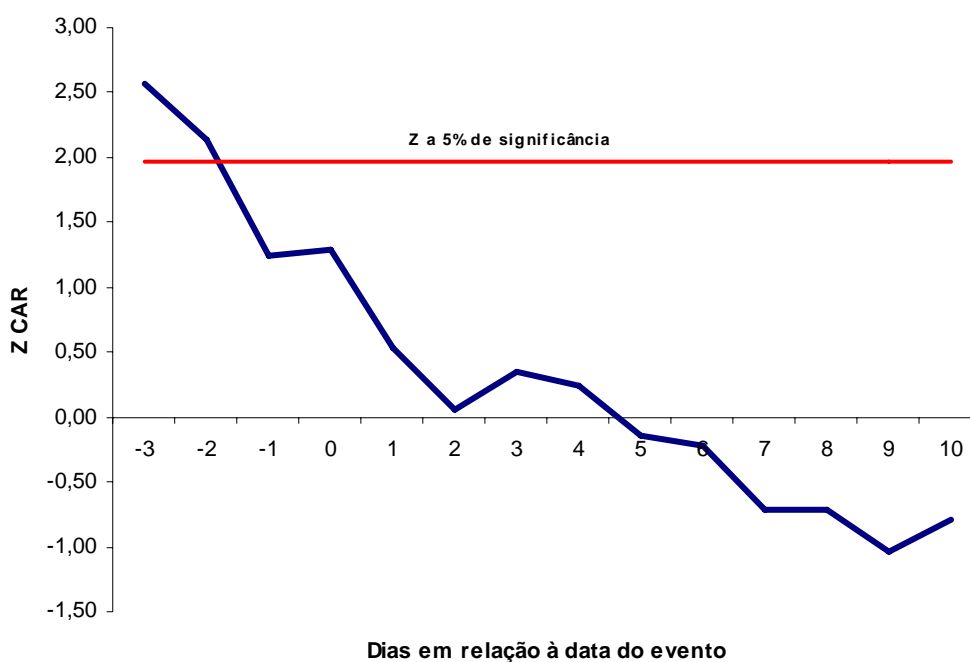


Gráfico 4.4 Teste Z da média do retorno anormal acumulado – amostra da Data de Adesão

Fonte: Elaborado pelo autor

Com relação à amostra da Data de Adesão, o estudo não demonstra evidências de relação entre as práticas superiores de governança corporativa e a valorização anormal das ações, demonstradas por meio de um estudo de evento, tendo como evento a data de efetiva migração a um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa (denominada “Data de Adesão”). Dessa forma, a hipótese nula da pesquisa passa a ser aceita e conclui-se que, nos dias da janela do evento – compreendendo o período próximo à data de efetiva migração a um dos níveis com práticas superiores de governança corporativa, de acordo com as regras da Bovespa –, não existem retornos anormais nos preços das ações das empresas brasileiras analisadas.

4.3 Comparação dos resultados (amostras da Data do Anúncio e da Data de Adesão)

Apesar de ambas as amostras terem considerado a mesma metodologia para se calcular o retorno anormal das ações, pode-se notar que os resultados conclusivos não foram os mesmos.

Na amostra da Data do Anúncio, os retornos anormais foram maiores e mais significativos

quando comparados aos retornos da amostra da Data de Adesão: na primeira, a hipótese nula foi rejeitada; na segunda, aceita. Próximos às datas em que ocorreu o anúncio de migração – detectado por intermédio de notícias ou declaração da empresa em um dos jornais de grande circulação – os retornos anormais foram positivos, esboçando uma reação do mercado frente à decisão de migração a um dos níveis de diferenciados de governança da Bovespa. Já com relação à amostra da Data de Adesão, cujo o evento foi a oficial data de registro a um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa, não se pode identificar uma reação positiva do mercado com relação ao evento.

Uma possível explicação para tais fatos refere-se ao evento considerado. Na amostra da Data do Anúncio, considerou-se como evento a comunicação da empresa de que ela adotaria um dos níveis de práticas de governança corporativa da Bovespa. A amostra da Data de Adesão considerou a data oficial de adesão como o evento. Levando em consideração a teoria da “eficiência de mercado”, de Fama (1970), na sua forma semiforte, e o fato de a data de anúncio ser anterior à data oficial de adesão, a informação de migração já era relevante para o mercado e, de certa forma, já estaria refletida nos preços das ações.

Vale ainda ressaltar que o estudo de evento realizado na presente pesquisa tem como ponto de partida a elaboração de um modelo de estimação, que, por sua vez, serviu de base para o cálculo dos retornos anormais da amostra. Ele levou em consideração os dados de retorno das ações durante a janela de estimação (50 dias antes do período da janela do evento). Logo, o modelo de estimação da amostra da Data de Adesão fica viesado em função de a base de dados de retorno já incorporar a notícia celebrada pelo anúncio, uma vez que tal notícia ocorreu antes da data oficial de adesão.

Dessa maneira, cabe uma breve análise com relação a este último fato. Se a janela do evento na amostra da Data do Anúncio for estendida por mais nove dias (totalizando 23 dias de janela), pode-se analisar o retorno anormal até o dia +19. A mediana da diferença de dias entre a data do anúncio e a data oficial de adesão ocorre em +13 e, nesse dia, pode-se notar um retorno anormal de 0,8481% com significância de 2,12. Obviamente, ter um retorno anormal para apenas uma data é menos expressivo quando comparado aos retornos anormais próximos aos dias da data do evento. No entanto, existem evidências que demonstram uma certa valorização próxima ao período da data oficial de adesão. Nessa fase, não são utilizados modelos de estimação viesados pela informação do anúncio, uma vez que podem haver

investidores que reagem mais tardiamente à notícia ou que gostariam de ter o evento consumado de fato, por meio de uma oficial adesão.

Finalmente, apesar de não ser estatisticamente significante, um modelo multivariado com uma variável *dummy* (com valor 1 para amostra da Data do Anúncio e 0 para amostra da Data de Adesão), por meio de dados em painel, demonstrou indícios de diferenças entre os retornos anormais das amostras da Data do Anúncio e da Data de Adesão, uma vez que a significância foi de 11%, bem próxima dos 10%. Quando esse modelo foi rodado por dados em *cross-section*, os dias -1, +1, +2, +3, +9 e +10 apresentaram significância estatística de 10%, o que indica diferenças entre as amostras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou avaliar, por meio de um estudo de evento, se as ações das empresas brasileiras que adotaram um dos níveis diferenciados de práticas de governança corporativa da Bovespa apresentaram retornos anormais ao longo da janela do evento. Foi realizada uma análise da eficiência informacional do mercado na forma semiforte. Essa análise do retorno anormal foi feita considerando-se duas amostras distintas: a da Data do Anúncio e a da Data de Adesão.

Dessa forma, o estudo teve como finalidade responder às seguintes perguntas: O mercado brasileiro reage positivamente com relação à decisão das empresas em migrar para um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa? Existe diferença estatisticamente significativa entre os retornos anormais das diferentes classes de características das empresas?

Os resultados referentes à amostra da Data do Anúncio mostraram retornos anormais médios acumulados significantes, indicando uma reação positiva do mercado com relação ao anúncio de migração a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Considerando-se uma frequência diária, os maiores retornos anormais se concentraram próximos à data do evento, demonstrando uma resposta rápida do mercado frente à notícia de migração. Com relação ao modelo multivariado, que incorporava determinadas características inerentes a cada uma das empresas, as variáveis qualitativas não apresentaram influências estatisticamente significantes no retorno anormal, tanto pelo método dos mínimos quadrados ordinários quanto pelo efeito aleatório. Esses dados demonstraram que não há resultados robustos que comprovem a existência de diferenças nos retornos anormais das companhias em função de classes de variáveis explicativas. Pelo modelo multivariado, foi constatado que, na medida em que o tempo passa, o efeito do tempo diminui, uma vez que o CAR Médio tende a diminuir ao longo do tempo. Logo, com relação a essa amostra, houve fortes evidências de que as práticas de governança corporativa geram retornos anormais das ações de instituições que efetuaram o anúncio da migração.

Já com a amostra da Data de Adesão, não houve evidências de retornos anormais médios positivos e estatisticamente significantes ao longo da janela do evento. Eles apresentaram um comportamento inverso, no qual os retornos anormais médios diários foram declinantes, resultando em retornos anormais médios acumulados decrescentes. Com relação ao modelo

multivariado, que incorporava determinadas características inerentes a cada uma das empresas, as variáveis qualitativas também não apresentaram influências estatisticamente significantes no retorno anormal, tanto pelo método dos mínimos quadrados ordinários quanto pelo efeito aleatório. Essa informação revelou que não há resultados robustos que comprovem a existência de diferenças nos retornos anormais das organizações em função de classes de variáveis explicativas. Os resultados para a amostra de empresas na qual a data do evento foi o dia oficial de migração não revelaram evidências da relação entre as práticas superiores de governança corporativa e a valorização anormal das ações. Eles corroboram para a teoria de eficiência informacional de mercado de Fama (1970) na sua forma semiforte, uma vez que a informação de migração a um dos níveis havia sido divulgada pela empresa na data do anúncio. A data oficial de adesão é um dia *ex-post*, no qual a informação já havia sido incorporada. Adicionalmente, na amostra da Data de Adesão, o modelo de estimação ficou viesado em função de a base de dados de retorno já incorporar a notícia de migração celebrada por meio do anúncio. Logo, era plausível esperar um comportamento distinto entre as amostras.

Em suma, as práticas diferenciadas de governança corporativa – por intermédio de regras de listagem a um dos níveis da Bovespa, dentro de um contexto de eficiência informacional de mercado na forma semiforte – geram retornos anormais nas ações de companhias que aderiram a um desses segmentos.

Este estudo visa contribuir para a exploração mais aprofundada da questão de governança corporativa inserida no contexto das empresas brasileiras. As iniciativas institucionais, como a da Bovespa para promover as práticas de governança corporativa no Brasil, são de grande importância para o desenvolvimento do mercado de capitais. Realizar testes empíricos para avaliar tais fatos pode contribuir para detecção de eventuais melhorias ou intensificação de determinadas práticas de governança. Estudos dentro da linha apresentada nessa pesquisa podem ajudar na análise da eficácia das recomendações ou regras sugeridas pelos órgãos reguladores. Ao mesmo tempo, trabalhos que venham a contestar ou corroborar os resultados da presente pesquisa podem contribuir no aprofundamento da discussão acerca do referido assunto.

Novos estudos podem ser realizados com o intuito de se avaliar a relação de valor da empresa com as práticas emergentes de governança. Pesquisas com amostras que contemplem um

horizonte de tempo maior podem adicionar elementos no conjunto, tornando o teste mais robusto. Em linha com a ampliação da amostra, é válido ressaltar a possibilidade de se considerar a adição de empresas de outros países, cujas regras e práticas venham a ser semelhantes às daquelas da amostra considerada. Outra sugestão seria utilizar a mesma metodologia para outros tipos de eventos ligados à questão da governança corporativa (por exemplo, o lançamento de ADRs), analisando o retorno anormal ao longo da janela desses eventos. Com relação ao aspecto metodológico, o estudo de evento aplicado pode passar por adaptações para que haja outras alternativas de mensuração dos retornos. Como exemplo, seria interessante utilizar outro modelo de estimação no qual não haja total dependência dos retornos históricos das ações, possibilitando a inclusão de muitas empresas que ficaram fora das amostras do presente estudo em função da pouca liquidez apresentada ao longo da janela de estimação. Dentro do modelo multivariado utilizado, mais variáveis qualitativas poderiam ser exploradas, a fim de buscar alguma característica que tornasse o aspecto da segmentação da amostra algo relevante. Outro item que traria grandes contribuições seria segmentar a amostra nos diferentes níveis de práticas superiores de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e efetuar uma comparação entre elas. Para tanto, é necessária a existência de uma massa crítica. Enfim, não se pretende exaurir todas as sugestões para futuros estudos dentro desse campo, uma vez que o tema tem sido de grande relevância no atual contexto das empresas. Assim, não existe apenas uma forma de levantar todas as melhores práticas acreditando que elas realmente são as únicas.

O intuito desta pesquisa (e de qualquer outra), dentro dessa linha, é contribuir para o estudo relativo à governança corporativa, expondo a importância e os benefícios deste tema para as organizações, além de avaliar a sua verdadeira eficácia dentro do atual contexto do mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, Armen., **DEMSETZ**, Harold. *Production, information costs and economic organization*. American Economic Review, v. 62, p. 777-795, 1972.

BANK OF NEW YORK. www.adrbny.com. Acesso em 20 de Maio de 2006.

BECHT, Marco; **BOLTON**, Patrick; **RÖELL**, Alisa. *Corporate Governance and Control*. Finance Working Paper nº 02/2002 – European Corporate Governance Institute, Updated, August, 2005.

BECK, Thorsten; **LEVINE**, Ross; **LOYAZA**, Norman. *Finance and the sources of growth*. Journal of Financial Economics, 58, p. 261-300, 2000.

BNDES. www.bndes.gov.br. Acesso em 15 de Março de 2006.

BOVESPA. www.bovespa.com.br. Acesso em 18 de Fevereiro de 2005.

BRIGHAM, Eugene. F.; **WESTON**, J. Fred. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 1030 p.

BROWN, Stephen. J.; **WARNER**, Jerold B. *Measuring security price performance*. Journal of Financial Economics, Amsterdam, v. 8, n. 3, p. 205-258, Sept. 1980.

BUSHMAN, Robert M.; **SMITH**, Abbie. *Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance*. FRBNY Economic Policy Review, April, p. 65-87, 2003.

CARVALHO, Antonio Gledson. *Efeitos da migração para o níveis de governança da Bovespa*. P. 01 – 29, 2003. Disponível em www.bovespa.com.br. Acesso em 05 de Março de 2006.

CAMPBELL, John Y.; **LO**, Andrew W.; **MACKINLAY**, Archie Craig. *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CARLSSON, Rolf H. *Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy*. 1.ed. New York: John Wiley & Sons, 2001. 307 p.

CHURCH, Jeffrey; **WARE**, Roger. *Industrial Organization: a Strategic Approach*, McGraw-Hill, 2000.

COASE, Ronald. *The Nature of the Firm*. *Economica*, v.04, p. 386 – 405, 1937.

COPELAND, Thomas E.; **WESTON**, J. Fred; **SHASTRI**, Kuldeep. *Financial Theory and Corporate Policy*. 4th edition. Addison Wesley Publishing Company, USA, 2003.

CVM. www.cvm.gov.br. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001 Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Acessado em 02 de Outubro de 2005.

FAMA, Eugene. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works*. *The Journal of Finance*, Cambridge, p. 383-417, May 1970.

FAMA, Eugene. *Efficient Capital Markets: II*. *The Journal of Finance*, vol. XLVI, nº 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

FAMA, Eugene, **JENSEN**, Michael. *Separation of ownership and control*. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-327, June, 1983.

FOLHA DE SÃO PAULO. *Reportagem: Banco Santos só volta a operar com R\$ 700 mi*. Domingo, 14 de novembro de 2004. Caderno A22.

FUERST, Oren. *A theoretical Analysis of the Investor Protection Regulations - Argument for Global Listing of Stocks*. Yale School of Management, p. 1 – 21, September 10, 1998.

GOLDBERG, Lawrence G.; **IDSON**, Todd L. *Executive Compensation and Agency Effects*. *The Financial Review*, v. 30 nº 02, p. 313 - 335, 1995.

GOMPERS, Paul; **ISHII**, Joy; **METRICK**, Andrew. *Corporate Governance and Equity Prices*. *The Quarterly Journal of Economics*, nº 118, p. 107-155, 2003.

GREENHALGH, Trisha; **TAYLOR**, Rod. *How to read a Paper: papers that go beyond the numbers (Qualitative Research)*. *British Medical Journal*, (315): 740-743, 1997.

GROSSMAN, Sanford; **HART**, Oliver. *The cost and benefit of ownership: a theory of lateral and vertical integration*. *Journal of Political Economy*, v. 94, p. 691-719, 1986.

GUIA DE BUSCA FOLHA DE SÃO PAULO. www.folha.uol.com.br. Acesso em 03 de Abril de 2006.

GUIA DE BUSCA GAZETA MERCANTIL. www.investnews.com.br. Acesso em 02 de Abril de 2006.

GUIA DE BUSCA VALOR ECONÔMICO. www.valoronline.com.br. Acesso em 04 de Abril de 2006.

HART, Oliver. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford University Press, London, 1995.

HOFFMAN-BUCHARDI, Ulrike. *Corporate governance rules and the value of control – A study of German dual-class shares*. LSE Financial Markets Group Discussion Paper (London), 1999.

IBGC. www.ibgc.org.br. Acessado em 30 de agosto de 2005.

IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 2004.

JANDIK, Tomas; **RENNIE**, Craig G. *The Evolution of Corporate Governance and Firm Performance in Emerging Markets: The Case of Sellier and Bellot*. European Corporate Governance Institute – Working Paper Series in Finance, nº 59, September, 2005.

JENSEN, Michael, **MECKLING**, William. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v.3, p. 305-360, October, 1976.

JOHN, Kose; **SAUNDERS**, Anthony; **SENBET**, Lemma W. *A Theory of Bank Regulation and Management Compensation*. The Review of Financial Studies, 13, Nº 1 (Spring,2000), p. 95-125.

LA PORTA, Rafael; **SHLEIFER**, Andrei; **LOPEZ-DE-SILANES**, Florêncio; **VISHNY**, Robert. *Law and finance*. Journal of Political Economy, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael, **SHLEIFER**, Andrei, **LOPEZ-DE-SILANES**, Florêncio. *Corporate Ownership around the World*. Journal of Finance, v. 54, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael, **SHLEIFER**, Andrei, **LOPEZ-DE-SILANES**, Florêncio, **VISHNY**, Robert. *Investor Protection and Corporate Governance*. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 1-37, 2000.

LANZANA, Ana Paula. *Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras*. São Paulo, 2004, p. 154. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LEAL, Ricardo Pereira C.; **VALADARES**, Silvia Mourthé. *Estrutura de controle das empresas brasileiras de Capital Aberto*. RAC, v.06, nº 01, p. 07-18, 2002.

LEITE, Hélio P.; **SANVICENTE**, Antonio Z. *Índice bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros*. São Paulo: Atlas, 1995.

LUCCHESI, Eduardo Pozzi. *A Reação do Mercado de Capitais Brasileiro às Decisões de Investimentos das Empresas: um Estudo Empírico de Evento*. São Paulo, 2005, p. 222. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

MACKINLAY, Archie Craig. *Event Studies in economics and finance*. Journal of Economic Literature, Nashville, v.35, nº 01, p. 13-39, 1997.

MARRIS, Robin. *The Economic Theory of “Managerial” Capitalism*. Basic Books, Inc. New York, 1964, p. 1-346.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

OECD. *Financial Assets of Institutional Investors*. www.oecd.org. (acessado em 15/11/2005).

PEDREIRA, Emerson Bazilio. *Análise da Relação entre o Índice de Governança Corporativa, Preço das Ações e Desempenho dos Três Principais Bancos Privados Brasileiros*. São Paulo, 2005, p. 127. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating Shareholder Value: a Guide for Managers and Investors*. 2. ed. New York: The Free Press, 1998.

RAPPAPORT, Alfred. *New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance*. Harvard Business Review, p. 91 – 101, March – April 1999.

ROCCA, Carlos Antonio (coord. e red.). *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2001. 175p.

SCHADEWITZ, Hannu J.; **BLEVINS**, Dallas R. *Major Determinants of Interim Disclosures in an emerging market*. American Business Review, v. 16 nº 01, p. 41-55, 1998.

SECURATO, José Roberto. *Decisões Financeiras em Condições de Risco*. 1ª edição, São Paulo, Atlas, 1996.

SHILLER, Robert J. *From efficient markets theory to Behavioral Finance*. Cowles Foundation Discussion Paper nº 1385. New Heaven, 2002.

SHLEIFER, Andrei; **VISHNY**, Robert. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor na Empresa no Brasil*. São Paulo, 2002, p. 152. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil*. São Paulo, 2004, p. 250. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOARES, Rodrigo Oliveira; **ROSTAGNO**, Luciano Martin.; **SOARES**, Karina Talamini C. *Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal*. In: Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, XXVI. *Anais...* Salvador: ANPAD, set. 2002. 14 p.

STEWART, Ian. *Does God Play Dice? The New Mathematics of Chaos*. Blackwell Publishing, 2002.

STULZ, René M. *Globalization of equity markets and the cost of capital*. Prepared for the SBF/NYSE Conference of Global Equity Markets, p. 1-68, February, 1999.

THALER, Richard; **BARBERIS**, Nicholas. *A Survey of Behavioral Finance*. Forthcoming in the Handbook of the Economics of Finance. 2002.

TIROLE, Jean. *The Theory of Industrial Organization*. 4th edition, MIT press, 1988.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro. *Introdução ao Mercado de Capitais Brasileiro*. 3ª edição, São Paulo, Scortecci Editora, 2001.

VALOR ECONÔMICO. *Reportagem: BC investiga a suspeita de maquiagem*. Quinta-feira, 16 de novembro de 2004. Caderno C1.

VAN HORNE, J. C. *Financial management and policy*. 10. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995. 858 p.

WILLIAMSON, Oliver. *Corporate Governance*. Yale Law Journal, n. 93, p. 1197-1230, 1984.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à Econometria – uma abordagem moderna*. São Paulo, Pioneira Thomson Learning, 2006.

ZINGALES, Luigi. *The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience*. The Review of Financial Studies 7, p. 128-148, 1994.

Anexo A – Teste estatístico de linearidade para a amostra da Data do Anúncio

Tabela 1 Bradesco

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,021473797	1	0,021473797	F (1 , 48)	112,13
Resíduo	0,009192785	48	0,000191516	Prob > F	0,0000
Total	0,030666582	49	0,000625849	R-Quadrado	0,7002
				R-Quadrado Ajustado	0,694
				Erro-padrão	0,01384

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,040269	0,0982413	10,59	0	0,8427414	1,237796
Constante	0,0012816	0,0019572	0,65	0,516	-0,0026536	0,0052168

Tabela 2 Brasil Telecom

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,016461175	1	0,016461175	F (1 , 48)	161,63
Resíduo	0,004888575	48	0,000101845	Prob > F	0,0000
Total	0,02134975	49	0,000435709	R-Quadrado	0,771
				R-Quadrado Ajustado	0,7663
				Erro-padrão	0,01009

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,262224	0,0992834	12,71	0	1,062602	1,461847
Constante	-0,0001541	0,0014293	-0,11	0,915	-0,0030279	0,0027198

Tabela 3 Braskem

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,008190868	1	0,008190868	F (1 , 48)	16,03
Resíduo	0,024529641	48	0,000511034	Prob > F	0,0002
Total	0,03272051	49	0,000667766	R-Quadrado	0,2503
				R-Quadrado Ajustado	0,2347
				Erro-padrão	0,02261

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,6206679	0,1550313	4	0	0,3089566	0,9323792
Constante	-0,0036187	0,0031975	-1,13	0,263	-0,0100477	0,0028102

Tabela 4 Celesc

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,006242651	1	0,006242651	F (1 , 48)	16,15
Resíduo	0,01855	48	0,000386458	Prob > F	0,0002
Total	0,024792651	49	0,000505972	R-Quadrado	0,2518
				R-Quadrado Ajustado	0,2362
				Erro-padrão	0,01966

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8525661	0,2121265	4,02	0	0,4260572	1,279075
Constante	0,0002387	0,0028129	0,08	0,933	-0,0054171	0,0058944

Tabela 5 Cemig

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,006759017	1	0,006759017	F (1 , 48)	13,19
Resíduo	0,024594331	48	0,000512382	Prob > F	0,0007
Total	0,031353348	49	0,000639864	R-Quadrado	0,2156
				R-Quadrado Ajustado	0,1992
				Erro-padrão	0,02264

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8814171	0,2426815	3,63	0,001	0,3934734	1,369361
Constante	0,0038846	0,0034563	1,12	0,267	-0,0030647	0,010834

Tabela 6 Confab

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,00901748	1	0,00901748	F (1 , 48)	29,1
Resíduo	0,014872273	48	0,000309839	Prob > F	0,0000
Total	0,023889753	49	0,000487546	R-Quadrado	0,3775
				R-Quadrado Ajustado	0,3645
				Erro-padrão	0,0176

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,095454	0,2030578	5,39	0	0,6871792	1,50373
Constante	-0,0029771	0,0027296	-1,09	0,281	-0,0084653	0,0025111

Tabela 7 Duratex

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,1286399	1	0,001286399	F (1 , 48)	6,35
Resíduo	0,009718758	48	0,000202474	Prob > F	0,0151
Total	0,011005157	49	0,000224595	R-Quadrado	0,1169
				R-Quadrado Ajustado	0,0985
				Erro-padrão	0,01423

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,3861351	0,153192	2,52	0,015	0,0781219	0,6941483
Constante	0,0058214	0,0020342	2,86	0,006	0,0017314	0,0099113

Tabela 8 Eletropaulo

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,01005597	1	0,01005597	F (1 , 48)	31,97
Resíduo	0,015096679	48	0,000314514	Prob > F	0,0000
Total	0,025152649	49	0,000513319	R-Quadrado	0,3998
				R-Quadrado Ajustado	0,3873
				Erro-padrão	0,01773

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,245641	0,2202932	5,65	0	0,802712	1,68857
Constante	0,0008237	0,0025315	0,33	0,746	-0,0042662	0,0059136

Tabela 9 Eletrobrás

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,023598037	1	0,023598037	F (1 , 48)	155,41
Resíduo	0,007288664	48	0,000151847	Prob > F	0,0000
Total	0,030886701	49	0,000630341	R-Quadrado	0,764
				R-Quadrado Ajustado	0,7591
				Erro-padrão	0,01232

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,6697950	0,1339456	12,47	0	1,400479	1,93911
Constante	-0,0018268	0,0018121	-1,01	0,318	-0,0054703	0,0018167

Tabela 10 Gerdau

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações
Modelo	0,019084587	1	0,019084587	50,26
Resíduo	0,018226999	48	0,000379729	Prob > F 0,0000
Total	0,037311586	49	0,000761461	R-Quadrado 0,5115
				R-Quadrado Ajustado 0,5013
				Erro-padrão 0,01949

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,9806917	0,1383337	7,09	0	0,7025531	1,25883
Constante	-0,0017426	0,0027559	-0,63	0,53	-0,0072837	0,0037986

Tabela 11 Gerdau Metalúrgica

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações
Modelo	0,001323806	1	0,001323806	50
Resíduo	0,010102407	48	0,000210467	F (1 , 48) 6,29
Total	0,011426214	49	0,000233188	Prob > F 0,0156
				R-Quadrado 0,1159
				R-Quadrado Ajustado 0,0974
				Erro-padrão 0,01451

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,3320674	0,1324054	2,51	0,016	0,0658484	0,5982864
Constante	0,0045558	0,0021459	2,12	0,039	0,0002411	0,0088704

Tabela 12 lochp-Maxion

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações
Modelo	0,00069573	1	0,00069573	50
Resíduo	0,010896287	48	0,000227006	F (1 , 48) 3,06
Total	0,011592017	49	0,000236572	Prob > F 0,0864
				R-Quadrado 0,06
				R-Quadrado Ajustado 0,0404
				Erro-padrão 0,01507

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	-0,2716121	0,1551485	-1,75	0,086	-0,583559	0,0403347
Constante	0,0043616	0,0021763	2	0,051	-0,0000142	0,0087373

Tabela 13 ItauBanco

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações
Modelo	0,018270125	1	0,018270125	50
Resíduo	0,020655774	48	0,000430329	F (1 , 48) 42,46
Total	0,038925899	49	0,000794406	Prob > F 0,0000
				R-Quadrado 0,4694
				R-Quadrado Ajustado 0,4583
				Erro-padrão 0,02074

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,9888631	0,1517629	6,52	0	0,6837234	1,294003
Constante	0,0024035	0,002948	0,82	0,419	-0,0035238	0,0083308

Tabela 14 Klabin

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações
Modelo	0,003745755	1	0,003745755	50
Resíduo	0,022859943	48	0,000476249	F (1 , 48) 7,87
Total	0,026605698	49	0,000542973	Prob > F 0,0073
				R-Quadrado 0,1408
				R-Quadrado Ajustado 0,1229
				Erro-padrão 0,02182

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,7026117	0,2505317	2,8	0,007	0,198884	1,206339
Constante	-0,0023629	0,0031051	-0,76	0,45	-0,0086062	0,0038804

Tabela 15 Light

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,033572148	1	0,033572148	F (1 , 48)	38,67
Resíduo	0,041676739	48	0,000868265	Prob > F	0,0000
Total	0,075248887	49	0,001535692	R-Quadrado	0,4461
				R-Quadrado Ajustado	0,4346
				Erro-padrão	0,02947

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,942809	0,31244	6,22	0	1,314606	2,571011
Constante	0,0020158	0,0041683	0,48	0,631	-0,0063652	0,0103968

Tabela 16 Net

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,014951275	1	0,014951275	F (1 , 48)	13,56
Resíduo	0,052938655	48	0,001102889	Prob > F	0,0006
Total	0,067889929	49	0,001385509	R-Quadrado	0,2202
				R-Quadrado Ajustado	0,204
				Erro-padrão	0,03321

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,341771	0,3644225	3,68	0,001	0,6090506	2,074492
Constante	-0,0126959	0,0047056	-2,7	0,01	-0,0221572	-0,0032346

Tabela 17 Pão de Açúcar - CBD

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,010327072	1	0,010327072	F (1 , 48)	20,58
Resíduo	0,02408362	48	0,000501742	Prob > F	0,0000
Total	0,034410691	49	0,000702259	R-Quadrado	0,3001
				R-Quadrado Ajustado	0,2855
				Erro-padrão	0,0224

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,6680952	0,1472618	4,54	0	0,3720056	0,9641848
Constante	0,0011935	0,0031872	0,37	0,71	-0,0052148	0,0076017

Tabela 18 Petrobras

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,01742604	1	0,01742604	F (1 , 48)	52,65
Resíduo	0,015888469	48	0,00033101	Prob > F	0,0000
Total	0,033314508	49	0,000679888	R-Quadrado	0,5231
				R-Quadrado Ajustado	0,5131
				Erro-padrão	0,01819

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8978945	0,1237503	7,26	0	0,6490778	1,146711
Constante	0,0009128	0,0025865	0,35	0,726	-0,0042878	0,0061134

Tabela 19 Ripasa

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,024629669	1	0,024629669	F (1 , 48)	55,69
Resíduo	0,021227585	48	0,000442241	Prob > F	0,0000
Total	0,045857254	49	0,000935862	R-Quadrado	0,5371
				R-Quadrado Ajustado	0,5275
				Erro-padrão	0,02103

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,845586	0,1133074	7,46	0	0,6177663	1,073406
Constante	0,0046573	0,0029947	1,56	0,126	-0,001364	0,0106785

Tabela 20 Rossi Residencial

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,008902162	1	0,008902162	F (1 , 48)	3,18
Resíduo	0,134237861	48	0,002796622	Prob > F	0,0807
Total	0,143140023	49	0,002921225	R-Quadrado	0,0622
				R-Quadrado Ajustado	0,0427
				Erro-padrão	0,05288

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	-0,9107984	0,5104949	-1,78	0,081	-1,937217	0,1156204
Constante	0,0177794	0,0074934	2,37	0,022	0,002713	0,0328459

Tabela 21 Sabesp

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,006946281	1	0,006946281	F (1 , 48)	23,72
Resíduo	0,014056148	48	0,000292836	Prob > F	0,0000
Total	0,021002429	49	0,000428621	R-Quadrado	0,3307
				R-Quadrado Ajustado	0,3168
				Erro-padrão	0,01711

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8792634	0,1805325	4,87	0	0,5162785	1,242248
Constante	0,0027686	0,0024205	1,14	0,258	-0,0020981	0,0076353

Tabela 22 Sadia SA

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,003249904	1	0,003249904	F (1 , 48)	19,85
Resíduo	0,00785737	48	0,000163695	Prob > F	0,0001
Total	0,011107274	49	0,000226679	R-Quadrado	0,2926
				R-Quadrado Ajustado	0,2779
				Erro-padrão	0,01279

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4089382	0,0917784	4,46	0	0,2244054	0,593471
Constante	-0,0016835	0,0018156	-0,93	0,358	-0,0053339	0,001967

Tabela 23 Suzano Papel

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,002133172	1	0,002133172	F (1 , 48)	9,4
Resíduo	0,010893094	48	0,000226939	Prob > F	0,0036
Total	0,013026266	49	0,000265842	R-Quadrado	0,1638
				R-Quadrado Ajustado	0,1463
				Erro-padrão	0,01506

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4221556	0,1376939	3,07	0,004	0,1453036	0,6990077
Constante	-0,0010204	0,0021644	-0,47	0,639	-0,0053721	0,0033314

Tabela 24 Suzano Petroquímica

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,006416569	1	0,006416569	F (1 , 48)	7,15
Resíduo	0,043086247	48	0,00089763	Prob > F	0,0102
Total	0,049502816	49	0,001010262	R-Quadrado	0,1296
				R-Quadrado Ajustado	0,1115
				Erro-padrão	0,02996

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,023761	0,3829091	2,67	0,01	0,2538702	1,793651
Constante	0,004379	0,0042637	1,03	0,31	-0,0041937	0,0129517

Tabela 25 Tractebel

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,002345154	1	0,002345154	F (1 , 48)	4,67
Resíduo	0,024083283	48	0,000501735	Prob > F	0,0356
Total	0,026428437	49	0,000539356	R-Quadrado	0,0887
				R-Quadrado Ajustado	0,0698
				Erro-padrão	0,0224

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,5262423	0,2434094	2,16	0,036	0,0368349	1,01565
Constante	0,0019871	0,0033307	0,6	0,554	-0,0047097	0,0086838

Tabela 26 Transmissão Paulista

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,014154757	1	0,014154757	F (1 , 48)	25,45
Resíduo	0,026699141	48	0,000556232	Prob > F	0,0000
Total	0,040853898	49	0,000833753	R-Quadrado	0,3465
				R-Quadrado Ajustado	0,3329
				Erro-padrão	0,02358

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8292703	0,1643891	5,04	0	0,4987439	1,159797
Constante	0,0001061	0,0033547	0,03	0,975	-0,006639	0,0068512

Tabela 27 Ultrapar

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,001457259	1	0,001457259	F (1 , 48)	5,68
Resíduo	0,012322968	48	0,000256729	Prob > F	0,0212
Total	0,013780227	49	0,000281229	R-Quadrado	0,1058
				R-Quadrado Ajustado	0,0871
				Erro-padrão	0,01602

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,3744516	0,1571681	2,38	0,021	0,058444	0,6904592
Constante	-0,001119	0,0022765	-0,49	0,625	-0,0056962	0,0034583

Tabela 28 Unibanco

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,004539802	1	0,004539802	F (1 , 48)	11,31
Resíduo	0,019271091	48	0,000401481	Prob > F	0,0015
Total	0,023810892	49	0,000485937	R-Quadrado	0,1907
				R-Quadrado Ajustado	0,1738
				Erro-padrão	0,02004

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4783101	0,1422406	3,36	0,002	0,1923162	0,7643041
Constante	0,0011426	0,0028338	0,4	0,689	-0,0045551	0,0068403

Tabela 29 Unipar

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,005148945	1	0,005148945	F (1 , 48)	14,23
Resíduo	0,01737231	48	0,000361923	Prob > F	0,0004
Total	0,022521255	49	0,000459617	R-Quadrado	0,2286
				R-Quadrado Ajustado	0,2126
				Erro-padrão	0,01902

	Coeficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,7441784	0,1972995	3,77	0	0,3474811	1,140876
Constante	0,0059908	0,0027586	2,17	0,035	0,0004444	0,0115373

Tabela 30 Votorantim Celulose e Papel

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,009378465	1	0,009378465	F (1 , 48)	16,62
Resíduo	0,027086709	48	0,000564306	Prob > F	0,0002
Total	0,036465174	49	0,000744187	R-Quadrado	0,2572
				R-Quadrado Ajustado	0,2417
				Erro-padrão	0,02376

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,5290226	0,1297675	4,08	0	0,2681076	0,7899375
Constante	0,0039226	0,0033819	1,16	0,252	-0,0028772	0,0107224

Tabela 31 Vale do Rio Doce

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,002884503	1	0,002884503	F (1 , 48)	16,67
Resíduo	0,008307142	48	0,000173065	Prob > F	0,0002
Total	0,011191644	49	0,000228401	R-Quadrado	0,2577
				R-Quadrado Ajustado	0,2423
				Erro-padrão	0,01316

	Coefficientes	Desvio-Padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,5795574	0,1419601	4,08	0	0,2941275	0,8649872
Constante	-0,000473	0,001952	-0,24	0,81	-0,0043979	0,0034518

Anexo B – Teste estatístico de linearidade para a amostra da Data de Adesão

Tabela 1 Bradesco

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,020788616	1	0,020788616	F (1 , 48)	111,34
Resíduo	0,008962113	48	0,000186711	Prob > F	0,0000
Total	0,029750728	49	0,000607158	R-Quadrado	0,6988
				R-Quadrado Ajustado	0,6925
				Erro-padrão	0,01366

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,028415	0,0974631	10,55	0	0,8324526	1,224378
Constante	0,0009784	0,0019324	0,51	0,615	-0,002907	0,0048638

Tabela 2 Brasil Telecom

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,016410319	1	0,016410319	F (1 , 48)	154,05
Resíduo	0,005113395	48	0,000106529	Prob > F	0,0000
Total	0,021523714	49	0,000439259	R-Quadrado	0,7624
				R-Quadrado Ajustado	0,7575
				Erro-padrão	0,01032

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,378577	0,1110725	12,41	0	1,155251	1,601903
Constante	0,0008649	0,0014625	0,59	0,557	-0,0020756	0,0038053

Tabela 3 Braskem

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,027178442	1	0,027178442	F (1 , 48)	45,64
Resíduo	0,028585938	48	0,00059554	Prob > F	0,0000
Total	0,05576438	49	0,001138049	R-Quadrado	0,4874
				R-Quadrado Ajustado	0,4767
				Erro-padrão	0,0244

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,593268	0,235848	6,76	0	1,119064	2,067472
Constante	-0,005202	0,0034521	-1,51	0,138	-0,0121429	0,001739

Tabela 4 Celesc

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,004027991	1	0,004027991	F (1 , 48)	7,72
Resíduo	0,025052901	48	0,000521935	Prob > F	0,0078
Total	0,029080891	49	0,000593488	R-Quadrado	0,1385
				R-Quadrado Ajustado	0,1206
				Erro-padrão	0,02285

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,5784518	0,2082243	2,78	0,008	0,1597889	0,9971148
Constante	0,0015761	0,0033052	0,48	0,636	-0,0050695	0,0082217

Tabela 5 Cemig

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,016660273	1	0,016660273	F (1 , 48)	36,17
Resíduo	0,022112161	48	0,00046067	Prob > F	0,0000
Total	0,038772434	49	0,000791274	R-Quadrado	0,4297
				R-Quadrado Ajustado	0,4178
				Erro-padrão	0,02146

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,7756535	0,1289798	6,01	0	0,5163222	1,034985
Constante	0,0034881	0,0031206	1,12	0,269	-0,0027862	0,0097624

Tabela 6 Confab

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,005344467	1	0,005344467	F (1 , 48)	17,3
Resíduo	0,01482912	48	0,00030894	Prob > F	0,0001
Total	0,020173587	49	0,000411706	R-Quadrado	0,2649
				R-Quadrado Ajustado	0,2496
				Erro-padrão	0,01758

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8807786	0,2117637	4,16	0	0,454999	1,306558
Constante	-0,003152	0,0026277	-1,2	0,236	-0,0084353	0,0021312

Tabela 7 Duratex

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,002213256	1	0,002213256	F (1 , 48)	13,54
Resíduo	0,007848596	48	0,000163512	Prob > F	0,0006
Total	0,010061852	49	0,000205344	R-Quadrado	0,22
				R-Quadrado Ajustado	0,2037
				Erro-padrão	0,01279

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4649875	0,1263865	3,68	0,001	0,2108703	0,7191047
Constante	0,0004363	0,0018194	0,24	0,812	-0,0032218	0,0040944

Tabela 8 Eletropaulo

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,009311249	1	0,009311249	F (1 , 48)	37,63
Resíduo	0,011876797	48	0,000247433	Prob > F	0,0000
Total	0,021188046	49	0,000432409	R-Quadrado	0,4395
				R-Quadrado Ajustado	0,4278
				Erro-padrão	0,01573

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,307678	0,2131699	6,13	0	0,8790713	1,736285
Constante	-0,0041132	0,0022648	-1,82	0,076	-0,0086669	0,0004406

Tabela 9 Gerdau

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,018568228	1	0,018568228	F (1 , 48)	49,33
Resíduo	0,018068332	48	0,000376424	Prob > F	0,0000
Total	0,036636559	49	0,000747685	R-Quadrado	0,5068
				R-Quadrado Ajustado	0,4965
				Erro-padrão	0,0194

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,9719434	0,1383866	7,02	0	0,6936984	1,250188
Constante	-0,0018891	0,0027438	-0,69	0,494	-0,0074059	0,0036277

Tabela 10 Gerdau Metalúrgica

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,002149304	1	0,002149304	F (1 , 48)	9,97
Resíduo	0,010349591	48	0,000215616	Prob > F	0,0028
Total	0,012498895	49	0,000255079	R-Quadrado	0,172
				R-Quadrado Ajustado	0,1547
				Erro-padrão	0,01468

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4771955	0,1511431	3,16	0,003	0,1733019	0,7810891
Constante	0,0045965	0,0021126	2,18	0,035	0,0003489	0,0088441

Tabela 11 ItauBanco

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,017537666	1	0,017537666	F (1 , 48)	43,88
Resíduo	0,019182267	48	0,000399631	Prob > F	0,0000
Total	0,036719933	49	0,000749386	R-Quadrado	0,4776
				R-Quadrado Ajustado	0,4667
				Erro-padrão	0,01999

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,9445863	0,1425887	6,62	0	0,6578925	1,23128
Constante	0,0017568	0,0028271	0,62	0,537	-0,0039275	0,0074411

Tabela 12 Klabin

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,011336785	1	0,011336785	F (1 , 48)	24,27
Resíduo	0,022418461	48	0,000467051	Prob > F	0,0000
Total	0,033755246	49	0,000688883	R-Quadrado	0,3359
				R-Quadrado Ajustado	0,322
				Erro-padrão	0,02161

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,7024053	0,142569	4,93	0	0,4157511	0,9890594
Constante	0,0000782	0,0030852	0,03	0,98	-0,0061249	0,0062814

Tabela 13 Light

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,036625914	1	0,036625914	F (1 , 48)	53,44
Resíduo	0,032898216	48	0,000685379	Prob > F	0,0000
Total	0,06952413	49	0,00141886	R-Quadrado	0,5268
				R-Quadrado Ajustado	0,517
				Erro-padrão	0,02618

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	2,005598	0,2743565	7,31	0	1,453967	2,557229
Constante	-0,0022987	0,00371	-0,62	0,538	-0,0097582	0,00541608

Tabela 14 Net

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,044248091	1	0,044248091	F (1 , 48)	19,7
Resíduo	0,107834869	48	0,00224656	Prob > F	0,0001
Total	0,152082959	49	0,003103734	R-Quadrado	0,2909
				R-Quadrado Ajustado	0,2762
				Erro-padrão	0,0474

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	1,749616	0,3942343	4,44	0	0,9569546	2,542277
Constante	-0,0099421	0,0069521	-1,43	0,159	-0,0239204	0,0040361

Tabela 15 Pão de Açúcar - CBD

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,005733494	1	0,005733494	F (1 , 48)	12,8
Resíduo	0,021508087	48	0,000448085	Prob > F	0,0008
Total	0,02724158	49	0,000555951	R-Quadrado	0,2105
				R-Quadrado Ajustado	0,194
				Erro-padrão	0,02117

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,7008244	0,1959205	3,58	0,001	0,3068999	1,094749
Constante	-0,0046944	0,0030662	-1,53	0,132	-0,0108593	0,0014706

Tabela 16 Ripasa

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,02732634	1	0,02732634	F (1 , 48)	61,37
Resíduo	0,021372487	48	0,00044526	Prob > F	0,0000
Total	0,048698827	49	0,000993854	R-Quadrado	0,5611
				R-Quadrado Ajustado	0,552
				Erro-padrão	0,0211

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8434346	0,1076633	7,83	0	0,6269631	1,059906
Constante	0,0047536	0,0029852	1,59	0,118	-0,0012486	0,0107558

Tabela 17 Sabesp

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,002626489	1	0,002626489	F (1 , 48)	11,74
Resíduo	0,010742393	48	0,0002238	Prob > F	0,0013
Total	0,013368881	49	0,000272834	R-Quadrado	0,1965
				R-Quadrado Ajustado	0,1797
				Erro-padrão	0,01496

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,5811384	0,1696374	3,43	0,001	0,2400595	0,9222173
Constante	0,0029132	0,002133	1,37	0,178	-0,0013756	0,007202

Tabela 18 Sadia SA

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,003661699	1	0,003661699	F (1 , 48)	18,79
Resíduo	0,009354808	48	0,000194892	Prob > F	0,0001
Total	0,013016507	49	0,000265643	R-Quadrado	0,2813
				R-Quadrado Ajustado	0,2663
				Erro-padrão	0,01396

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4316155	0,0995755	4,33	0	0,2314056	0,6318255
Constante	-0,0027931	0,0019743	-1,41	0,164	-0,0067626	0,0011765

Tabela 19 Suzano Papel

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,001300425	1	0,001300425	F (1 , 48)	5,62
Resíduo	0,01110259	48	0,000231304	Prob > F	0,0218
Total	0,012403016	49	0,000253123	R-Quadrado	0,1048
				R-Quadrado Ajustado	0,0862
				Erro-padrão	0,01521

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,3622225	0,1527652	2,37	0,022	0,0550676	0,6693775
Constante	0,000378	0,0022077	0,17	0,865	-0,0040609	0,0048168

Tabela 20 Suzano Petroquímica

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,004197468	1	0,004197468	F (1 , 48)	5,53
Resíduo	0,036416108	48	0,000758669	Prob > F	0,0228
Total	0,040613577	49	0,000828849	R-Quadrado	0,1034
				R-Quadrado Ajustado	0,0847
				Erro-padrão	0,02754

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,7916252	0,3365519	2,35	0,023	0,1149423	1,468308
Constante	0,0040309	0,0039213	1,03	0,309	-0,0038534	0,0119152

Tabela 21 Tractebel

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,003717524	1	0,003717524	F (1 , 48)	5,99
Resíduo	0,029802823	48	0,000620892	Prob > F	0,0181
Total	0,033520347	49	0,000684089	R-Quadrado	0,1109
				R-Quadrado Ajustado	0,0924
				Erro-padrão	0,02492

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,6232948	0,2547268	2,45	0,018	0,1111322	1,135457
Constante	0,0048101	0,0035805	1,34	0,185	-0,0023891	0,0120092

Tabela 22 Transmissão Paulista

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,013611091	1	0,013611091	F (1 , 48)	24,74
Resíduo	0,026405552	48	0,000550116	Prob > F	0,0000
Total	0,040016643	49	0,000816666	R-Quadrado	0,3401
				R-Quadrado Ajustado	0,3264
				Erro-padrão	0,02345

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8266905	0,1661971	4,97	0	0,4925288	1,160852
Constante	-0,0000487	0,0033211	-0,01	0,988	-0,0067262	0,0066289

Tabela 23 Ultrapar

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,001761375	1	0,001761375	F (1 , 48)	7,15
Resíduo	0,011818571	48	0,00024622	Prob > F	0,0102
Total	0,013579946	49	0,000277142	R-Quadrado	0,1297
				R-Quadrado Ajustado	0,1116
				Erro-padrão	0,01569

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4131091	0,1544546	2,67	0,01	0,1025574	0,7236608
Constante	-0,000913	0,0022246	-0,41	0,683	-0,0053859	0,00356

Tabela 24 Unibanco

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	
Modelo	0,004583079	1	0,004583079	F (1 , 48)	11,43
Resíduo	0,019247899	48	0,00040100	Prob > F	0,0014
Total	0,023830978	49	0,000486346	R-Quadrado	0,1923
				R-Quadrado Ajustado	0,1755
				Erro-padrão	0,02002

	Coefficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4828747	0,1428324	3,38	0,001	0,1956908	0,7700585
Constante	0,0012773	0,002832	0,45	0,654	-0,0044167	0,0069713

Tabela 25 Unipar

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,004495199	1	0,004495199	F (1 , 48)	28,55
Resíduo	0,007557253	48	0,000157443	Prob > F	0,0000
Total	0,012052452	49	0,000245968	R-Quadrado	0,373
				R-Quadrado Ajustado	0,3599
				Erro-padrão	0,01255

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,8183837	0,1531595	5,34	0	0,510436	1,126331
Constante	-0,0003516	0,0017858	-0,2	0,845	-0,0039422	0,0032391

Tabela 26 Votorantim Celulose e Papel

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,008436751	1	0,008436751	F (1 , 48)	14,78
Resíduo	0,027398021	48	0,000570792	Prob > F	0,0004
Total	0,035834773	49	0,000731322	R-Quadrado	0,2354
				R-Quadrado Ajustado	0,2195
				Erro-padrão	0,02389

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,4645108	0,1208223	3,84	0	0,2215813	0,7074404
Constante	0,0020596	0,0033791	0,61	0,545	-0,0047346	0,0088538

Tabela 27 Vale do Rio Doce

Fonte	SQ	gl	MQ	Número de Observações	50
Modelo	0,002297771	1	0,002297771	F (1 , 48)	11,21
Resíduo	0,0098401	48	0,00020500	Prob > F	0,0016
Total	0,012137871	49	0,000247712	R-Quadrado	0,1893
				R-Quadrado Ajustado	0,1724
				Erro-padrão	0,01432

	Coeficientes	Desvio-padrão	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Ibovespa	0,558324	0,1667678	3,35	0,002	0,223015	0,893633
Constante	0,0015402	0,0022149	0,7	0,49	-0,0029132	0,0059937

Anexo C – Resultados da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data do Anúncio – *Cross Section*

Tabela 1
Dia -3

Número de Observações	31
F (4 , 26)	1,11
Prob > F	0,3721
R-Quadrado	0,2318
Erro-padrão	0,02163

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0044634	0,0099556	-0,45	0,658	-0,0249275	0,0160006
Eleição	0,0265113	0,0144998	1,83	0,079	-0,0032934	0,056316
Privada	-0,0166574	0,0129086	-1,29	0,208	-0,0431913	0,0098765
Familiar	-0,0027882	0,0079568	-0,35	0,729	-0,0191437	0,0135673
Constante	0,001566	0,0094212	0,17	0,869	-0,0177996	0,0209316

Tabela 2
Dia -2

Número de Observações	31
F (4 , 26)	1
Prob > F	0,4233
R-Quadrado	0,098
Erro-padrão	0,02489

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0089316	0,0092311	-0,97	0,342	-0,0279063	0,0100432
Eleição	0,0113746	0,0099437	1,14	0,263	-0,0090649	0,0318141
Privada	-0,0055384	0,0172883	-0,32	0,751	-0,0410749	0,0299982
Familiar	-0,011114	0,0099776	-1,11	0,276	-0,0316232	0,0093951
Constante	0,0102017	0,015923	0,64	0,527	-0,0225285	0,0429319

Tabela 3
Dia -1

Número de Observações	31
F (4 , 26)	2,2
Prob > F	0,0966
R-Quadrado	0,2462
Erro-padrão	0,02169

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0048632	0,0102741	-0,47	0,64	-0,0259818	0,0162554
Eleição	-0,0197815	0,0114259	-1,73	0,095	-0,0432678	0,0037048
Privada	0,0287742	0,0115252	2,5	0,019	0,0050837	0,0524646
Familiar	-0,015968	0,0086335	-1,85	0,076	-0,0337143	0,0017784
Constante	0,0119134	0,0143337	0,83	0,413	-0,01755	0,0413768

Tabela 4
Dia 0

Número de Observações	31
F (4 , 26)	1,13
Prob > F	0,3631
R-Quadrado	0,1313
Erro-padrão	0,02845

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,0170364	0,0089069	1,91	0,067	-0,001272	0,0353447
Eleição	0,0093378	0,0117622	0,79	0,434	-0,0148398	0,0335153
Privada	-0,0123513	0,0186293	-0,66	0,513	-0,0506445	0,0259418
Familiar	0,0087696	0,0118416	0,74	0,466	-0,0155707	0,0331098
Constante	-0,0053925	0,012783	-0,42	0,677	-0,0316683	0,0208833

Tabela 5
Dia 1

Número de Observações	31
F (4 , 26)	1,05
Prob > F	0,4012
R-Quadrado	0,1179
Erro-padrão	0,02526

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,008073	0,010099	0,8	0,431	-0,0126857	0,0288318
Eleição	0,0005989	0,0094507	0,06	0,95	-0,0188272	0,020025
Privada	-0,0230489	0,0124228	-1,86	0,075	-0,0485844	0,0024866
Familiar	0,0109037	0,0088391	1,23	0,228	-0,0072654	0,0290728
Constante	0,012656	0,0136107	0,93	0,361	-0,0153212	0,0406332

Tabela 6
Dia 2

Número de Observações	31
F (4 , 26)	0,38
Prob > F	0,8175
R-Quadrado	0,0709
Erro-padrão	0,02607

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,006682	0,0105047	0,64	0,53	-0,0149108	0,0282747
Eleição	-0,0058351	0,0110786	-0,53	0,603	-0,0286074	0,0169373
Privada	0,0091584	0,176669	0,52	0,609	-0,0271565	0,0454733
Familiar	0,008342	0,010848	0,77	0,449	-0,0139564	0,0306405
Constante	-0,0065496	0,0155332	-0,42	0,677	-0,0384786	0,0253793

Tabela 7
Dia 3

Número de Observações	31
F (4 , 26)	0,77
Prob > F	0,5521
R-Quadrado	0,0834
Erro-padrão	0,0211

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0103	0,0078079	-1,32	0,199	-0,0263494	0,0057494
Eleição	0,000832	0,0114907	0,07	0,943	-0,0227876	0,0244515
Privada	-0,0075471	0,0118282	-0,64	0,529	-0,0318604	0,0167661
Familiar	-0,0039202	0,0077741	-0,5	0,618	-0,0199	0,0120596
Constante	0,0078434	0,0088436	0,89	0,383	-0,0103348	0,0260216

Tabela 8
Dia 4

Número de Observações	31
F (4 , 26)	0,11
Prob > F	0,9790
R-Quadrado	0,0088
Erro-padrão	0,02513

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0029058	0,0081176	-0,36	0,723	-0,0195918	0,0137803
Eleição	0,002215	0,0096674	0,23	0,821	-0,0176565	0,0220866
Privada	-0,0066209	0,0136074	-0,49	0,631	-0,0345912	0,0213495
Familiar	0,0037883	0,0099682	0,38	0,707	-0,0167015	0,0242782
Constante	0,0030911	0,0109651	0,28	0,78	-0,0194479	0,0256301

Tabela 9
Dia 5

Número de Observações	31
F (4 , 26)	1,89
Prob > F	0,1424
R-Quadrado	0,2759
Erro-padrão	0,01829

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,003193	0,0073497	0,43	0,668	-0,0119145	0,0183004
Eleição	-0,0023695	0,0087525	-0,27	0,789	-0,0203605	0,0456216
Privada	-0,0112867	0,012472	-0,9	0,374	-0,0369232	0,0143497
Familiar	-0,0132199	0,0064416	-2,05	0,05	-0,0264607	0,0000209
Constante	0,0175792	0,0126204	1,39	0,175	-0,0083624	0,0435207

Tabela 10
Dia 6

Número de Observações	31
F (4 , 26)	4,73
Prob > F	0,0053
R-Quadrado	0,2556
Erro-padrão	0,02019

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0184244	0,008194	-2,25	0,033	-0,0352675	-0,0015814
Eleição	0,0068839	0,0086746	0,79	0,435	-0,010947	0,0247148
Privada	-0,0092714	0,0098991	-0,94	0,358	-0,0296192	0,0110764
Familiar	-0,013339	0,0095139	-1,4	0,173	-0,0328951	0,006217
Constante	0,0256766	0,0089752	2,86	0,008	0,0072279	0,0441254

Tabela 11
Dia 7

Número de Observações	31
F (4 , 26)	0,65
Prob > F	0,6333
R-Quadrado	0,0785
Erro-padrão	0,03784

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0048133	0,0116873	-0,41	0,684	-0,0288369	0,0192102
Eleição	0,0075229	0,011578	0,65	0,522	-0,016276	0,0313217
Privada	0,0190073	0,0269002	0,71	0,486	-0,0362869	0,0743014
Familiar	-0,0222151	0,0245935	-0,9	0,374	-0,0727266	0,0282965
Constante	-0,0040798	0,0155192	-0,26	0,795	-0,0359799	0,0278203

Tabela 12
Dia 8

Número de Observações	31
F (4 , 26)	0,72
Prob > F	0,5837
R-Quadrado	0,1186
Erro-padrão	0,02842

RA	Coeficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0007203	0,0124425	-0,06	0,954	-0,0262963	0,0248557
Eleição	-0,0059209	0,011056	-0,53	0,598	-0,0287086	0,0168668
Privada	-0,0117679	0,0176019	-0,67	0,51	-0,0479491	0,0244133
Familiar	0,0222869	0,015668	1,42	0,167	-0,009919	0,0544929
Constante	-0,0005857	0,0119192	-0,05	0,961	-0,025086	0,0239147

Tabela 13
Dia 9

Número de Observações	31
F (4 , 26)	0,66
Prob > F	0,6282
R-Quadrado	0,0773
Erro-padrão	0,02215

RA	Coeficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,0061664	0,00806	0,77	0,451	-0,0104011	0,0227339
Eleição	-0,0046301	0,0140485	-0,33	0,744	-0,0335073	0,0242481
Privada	-0,0118853	0,0173263	-0,69	0,499	-0,0475001	0,0237294
Familiar	0,010366	0,0085	1,22	0,234	-0,007106	0,027838
Constante	0,0081815	0,0106326	0,77	0,449	-0,0136741	0,0300371

Tabela 14
Dia 10

Número de Observações	31
F (4 , 26)	0,5
Prob > F	0,7393
R-Quadrado	0,0803
Erro-padrão	0,02085

RA	Coeficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,068983	0,010254	0,67	0,507	-0,0141791	0,0279757
Eleição	-0,0104801	0,0101873	-1,03	0,131	-0,0314204	0,0104602
Privada	-0,0048809	0,0120557	-0,4	0,689	-0,0296616	0,0198999
Familiar	0,0045436	0,0065968	0,69	0,497	-0,0090163	0,0181036
Constante	-0,003157	0,0123788	-0,26	0,801	-0,0286019	0,0222879

Anexo D – Resultados da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data do Anúncio – Dados em Painel

Tabela 1 Método dos Mínimos Quadrados Ordinários

Número de Observações	434
F (5 , 428)	1,3
Prob > F	0,2647
R-Quadrado	0,0137
Erro-padrão	0,02487

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Dia	-0,0005363	0,0002907	-1,84	0,066	-0,0011077	0,0000352
ADR	-0,0005266	0,0024909	-0,21	0,833	-0,0054227	0,0043694
Eleição	0,0011614	0,0029683	0,39	0,696	-0,0046729	0,0069957
Privada	-0,0045655	0,0041574	-1,10	0,273	-0,012737	0,0036061
Familiar	-0,0009689	0,002971	-0,33	0,745	-0,0068085	0,0048707
Constante	0,0075158	0,0034762	2,16	0,031	0,0006834	0,0143483

Tabela 2 Efeito Aleatório

R-Quadrado: dentro	0,0083	Número de Observações	434
entre	0,0726	Número de Grupos	31
geral	0,0137	Observação por Grupo: mínimo	14
		médio	14
		máximo	14
		Qui-quadrado Wald	5,38
		Prob > Qui-quadrado	0,3712

RA	Coefficientes	Desvio-padrão	Z	P > Z	Intervalo de Confiança [95%]	
Dia	-0,0005363	0,0002932	-0,18	0,067	-0,0011109	0,0000384
ADR	-0,0005266	0,0033399	-0,16	0,875	-0,0070727	0,0060194
Eleição	0,0011614	0,0035153	0,33	0,741	-0,0057285	0,0080512
Privada	-0,0045655	0,0043789	-0,98	0,329	-0,013736	0,0046051
Familiar	-0,0009689	0,0033936	-0,29	0,775	-0,0076203	0,0056825
Constante	0,0075158	0,0041848	1,80	0,072	-0,0006863	0,0157179
Sigma u	0,00378455					
Sigma e	0,02462104					
Rho	0,02308206					

Anexo E – Resultados da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data de Adesão – *Cross Section*

Tabela 1
Dia -3

Número de Observações	27
F (4 , 22)	0,48
Prob > F	0,7523
R-Quadrado	0,1248
Erro-padrão	0,02549

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0118742	0,0121277	-0,98	0,338	-0,0370254	0,0132771
Eleição	-0,0118838	0,0162619	-0,73	0,473	-0,045609	0,0218414
Privada	0,0036581	0,0198273	0,18	0,855	-0,0374613	0,0447775
Familiar	-0,008184	0,0132227	-0,62	0,542	-0,0356063	0,0192382
Constante	0,0295806	0,016287	1,82	0,083	-0,0041966	0,0633579

Tabela 2
Dia -2

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,63
Prob > F	0,6488
R-Quadrado	0,1092
Erro-padrão	0,04055

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,0095696	0,0139662	0,69	0,5	-0,0193946	0,0385337
Eleição	0,0152787	0,0107887	1,42	0,171	-0,0070958	0,0376532
Privada	0,0110059	0,0287523	0,38	0,706	-0,0486227	0,0706346
Familiar	-0,0206568	0,0253052	-0,82	0,423	-0,0731366	0,0318231
Constante	-0,0131519	0,0190073	-0,69	0,496	-0,0525706	0,0262667

Tabela 3
Dia -1

Número de Observações	27
F (4 , 26)	1,65
Prob > F	0,1979
R-Quadrado	0,0947
Erro-padrão	0,02696

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,0105398	0,010651	0,99	0,333	-0,011549	0,326287
Eleição	0,0039527	0,0109759	0,36	0,722	-0,01881	0,0267154
Privada	-0,0040359	0,018098	-0,22	0,826	-0,0415688	0,033497
Familiar	0,0140393	0,016544	0,85	0,405	-0,0202709	0,0483495
Constante	-0,0190199	0,0128492	-1,48	0,153	-0,0456676	0,0076277

Tabela 4
Dia 0

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,61
Prob > F	0,6626
R-Quadrado	0,1474
Erro-padrão	0,02078

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0026741	0,0097156	-0,28	0,786	-0,022823	0,0174748
Eleição	-0,0108576	0,0087222	-1,24	0,226	-0,0289463	0,0072312
Privada	-0,0136418	0,0147826	-0,92	0,366	-0,0442991	0,0170155
Familiar	0,0043698	0,0084723	0,52	0,611	-0,0132007	0,0219403
Constante	0,0203794	0,0170141	1,2	0,244	-0,0149057	0,0556644

Tabela 5
Dia 1

Número de Observações	26
F (4 , 26)	1,6
Prob > F	0,2089
R-Quadrado	0,0915
Erro-padrão	0,03286

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,0058103	0,0174876	0,33	0,743	-0,0304568	0,420775
Eleição	0,0040111	0,0200232	0,2	0,843	-0,0375145	0,0455367
Privada	-0,0170224	0,0141746	-1,2	0,243	-0,0464188	0,012374
Familiar	-0,0082413	0,0121463	-0,68	0,505	-0,0334311	0,0169485
Constante	0,0065949	0,0208743	0,32	0,755	-0,0366957	0,0498855

Tabela 6
Dia 2

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,63
Prob > F	0,6472
R-Quadrado	0,115
Erro-padrão	0,02002

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0096952	0,0085335	-1,14	0,268	-0,0273926	0,0080022
Eleição	-0,0046117	0,0114954	-0,4	0,692	-0,0284517	0,0192282
Privada	0,0131431	0,0148397	0,89	0,385	-0,0176326	0,0439187
Familiar	-0,0037025	0,0080853	-0,46	0,651	-0,0204705	0,0130655
Constante	-0,0059903	0,0148516	-0,2	0,842	-0,0337907	0,0278101

Tabela 7
Dia 3

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,62
Prob > F	0,6504
R-Quadrado	0,1469
Erro-padrão	0,01646

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0022257	0,0065117	-0,34	0,736	-0,0157301	0,0112788
Eleição	-0,0061443	0,0078132	-0,79	0,44	-0,0223479	0,0100594
Privada	0,016054	0,0141958	1,13	0,27	-0,0133863	0,0454943
Familiar	0,0020142	0,0068524	0,29	0,772	-0,0121968	0,0162251
Constante	-0,0056372	0,0123384	-0,46	0,652	-0,0312254	0,019951

Tabela 8
Dia 4

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,65
Prob > F	0,6317
R-Quadrado	0,0904
Erro-padrão	0,01889

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,0108207	0,0076889	1,41	0,173	-0,0051251	0,0267665
Eleição	-0,0045708	0,0080969	-0,56	0,578	-0,0213627	0,0122212
Privada	0,0056487	0,0146889	0,38	0,704	-0,0248141	0,0361115
Familiar	-0,0064242	0,0085907	-0,75	0,462	-0,0242403	0,0113918
Constante	-0,0067599	0,0141485	-0,48	0,638	-0,0361021	0,0225824

Tabela 9
Dia 5

Número de Observações	27
F (4 , 26)	1,03
Prob > F	0,4123
R-Quadrado	0,1216
Erro-padrão	0,01948

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0018801	0,0093142	-0,2	0,842	-0,0211965	0,0174364
Eleição	-0,0090968	0,0098436	-0,92	0,365	-0,0295112	0,0113175
Privada	0,0188666	0,0127061	1,48	0,152	-0,0074841	0,0452174
Familiar	-0,0003084	0,0079994	-0,04	0,97	-0,0168982	0,0162813
Constante	-0,0128267	0,0126024	-1,02	0,32	-0,0389624	0,0133091

Tabela 10
Dia 6

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,69
Prob > F	0,6079
R-Quadrado	0,0918
Erro-padrão	0,01701

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0024772	0,0078764	-0,31	0,756	-0,018819	0,0138575
Eleição	0,0093834	0,0063574	1,48	0,154	-0,003801	0,0225678
Privada	0,0004141	0,0095529	0,04	0,966	-0,0193973	0,0202255
Familiar	0,0033832	0,0077249	0,44	0,666	-0,0126371	0,0194036
Constante	-0,0081991	0,0117354	-0,7	0,492	-0,0325368	0,0161386

Tabela 11
Dia 7

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,59
Prob > F	0,6736
R-Quadrado	0,1113
Erro-padrão	0,02231

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0097935	0,0137833	-0,71	0,485	-0,0383783	0,0187913
Eleição	0,0084219	0,0094127	0,89	0,381	-0,0110988	0,0279426
Privada	-0,0152179	0,01606	-0,95	0,354	-0,0485243	0,0180886
Familiar	0,0135369	0,0101241	1,32	0,2	-0,0077015	0,0347754
Constante	-0,0006005	0,0183423	-0,03	0,974	-0,03864	0,0374391

Tabela 12
Dia 8

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,75
Prob > F	0,5679
R-Quadrado	0,1617
Erro-padrão	0,01695

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0060499	0,0070195	-0,86	0,398	-0,0206074	0,0085076
Eleição	-0,0111041	0,0097648	-1,14	0,268	-0,031355	0,0091468
Privada	-0,0003449	0,0126643	-0,03	0,979	-0,026609	0,0259192
Familiar	0,0061766	0,0077733	0,79	0,435	-0,0099444	0,0222975
Constante	0,0085142	0,0100786	0,84	0,407	-0,0123876	0,0294159

Tabela 13
Dia 9

Número de Observações	27
F (4 , 26)	0,64
Prob > F	0,6390
R-Quadrado	0,121
Erro-padrão	0,02121

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	0,0084782	0,0116992	0,72	0,476	-0,0157845	0,0327409
Eleição	-0,0148682	0,0122421	-1,21	0,237	-0,0402567	0,0105202
Privada	0,0223683	0,0155993	1,43	0,166	-0,0099827	0,0547194
Familiar	-0,0083703	0,0093372	-0,9	0,38	-0,0277346	0,010994
Constante	-0,0151263	0,0139754	-1,08	0,291	-0,0441096	0,0138569

Tabela 14
Dia 10

Número de Observações	27
F (4 , 26)	1,2
Prob > F	0,3370
R-Quadrado	0,1907
Erro-padrão	0,02225

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
ADR	-0,0000165	0,0148494	0	0,999	-0,0308122	0,0307793
Eleição	-0,0232819	0,0120963	-1,92	0,067	-0,0483681	0,0018043
Privada	0,0171384	0,0160122	1,07	0,296	-0,016069	0,0503458
Familiar	-0,0061955	0,0093974	-0,66	0,517	-0,0256845	0,0132935
Constante	0,0058105	0,0164116	0,52	0,609	-0,0255251	0,0425461

Anexo F – Resultados da regressão multivariada das variáveis explicativas da amostra da Data de Adesão – Dados em Painel

Tabela 1 Método dos Mínimos Quadrados Ordinários

Número de Observações	378
F (5 , 372)	0,64
Prob > F	0,6689
R-Quadrado	0,0108
Erro-padrão	0,02343

RA	Coefficientes	Desvio-padrão Robusto	t	P > t	Intervalo de Confiança [95%]	
Dia	-0,0004198	0,0003285	-1,28	0,202	-0,0010657	0,0002262
ADR	-0,0001048	0,0029303	-0,04	0,971	-0,0058668	0,0056571
Eleição	-0,0039551	0,0029689	-1,33	0,184	-0,009793	0,0018828
Privada	0,0041453	0,0040502	1,02	0,307	-0,0038189	0,0121095
Familiar	-0,0013259	0,0029856	-0,44	0,657	-0,0071966	0,0045448
Constante	0,0007026	0,0042193	0,17	0,868	-0,0075941	0,0089992

Tabela 2 Efeito Aleatório

R-Quadrado: dentro	0,0055	Número de Observações	378
entre	0,1048	Número de Grupos	27
geral	0,0108	Observação por Grupo: mínimo	14
		médio	14
		máximo	14
		Qui-quadrado Wald	4,06
		Prob > Qui-quadrado	0,5414

RA	Coefficientes	Desvio-padrão	Z	P > Z	Intervalo de Confiança [95%]	
Dia	-0,0004198	0,000299	-1,4	0,16	-0,0010058	0,0001662
ADR	-0,0001048	0,0029853	-0,04	0,972	-0,005956	0,0057463
Eleição	-0,0039551	0,0030681	-1,29	0,197	-0,0099684	0,0020582
Privada	0,0041453	0,0045374	0,91	0,361	-0,0047478	0,0130384
Familiar	-0,0013259	0,0028552	-0,46	0,642	-0,006922	0,0042702
Constante	0,0007026	0,0043571	0,16	0,872	-0,0078371	0,0092423
Sigma u		0				
Sigma e		0,02357222				
Rho		0				

**Anexo G – Resultados do estudo de cada empresa para cada dia da janela do evento -
Amostra da Data do Anúncio**

Dia	Bradesco		Brasil Telecom		Braskem		Celesc		Cemig	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	-0,00022	0,00020	0,01164	0,00011	-0,07457	0,00053	-0,00917	0,00044	0,04091	0,00059
-2	-0,00157	0,00020	-0,00639	0,00010	-0,03175	0,00053	0,02654	0,00041	-0,01046	0,00093
-1	0,00444	0,00020	0,01683	0,00011	0,02202	0,00053	-0,00439	0,00040	-0,00906	0,00076
0	0,01017	0,00020	0,00140	0,00010	-0,00101	0,00052	0,03134	0,00040	-0,03755	0,00054
1	-0,01067	0,00020	-0,00726	0,00010	0,00742	0,00052	0,08071	0,00050	-0,00435	0,00054
2	0,00199	0,00020	-0,02172	0,00010	0,00323	0,00052	0,04702	0,00052	-0,01498	0,00052
3	0,01308	0,00020	-0,01753	0,00010	0,01427	0,00054	0,03210	0,00040	-0,01200	0,00057
4	-0,00218	0,00020	0,00426	0,00011	-0,01577	0,00052	-0,01285	0,00041	0,00603	0,00062
5	0,01263	0,00020	0,02353	0,00010	0,00709	0,00052	0,06778	0,00041	0,00365	0,00054
6	-0,00575	0,00020	-0,01012	0,00010	-0,00490	0,00053	0,02269	0,00044	0,01560	0,00058
7	-0,00359	0,00020	-0,00024	0,00010	-0,01373	0,00053	-0,05623	0,00043	0,03342	0,00052
8	-0,00867	0,00020	0,00014	0,00010	-0,01340	0,00054	-0,01904	0,00040	-0,02812	0,00080
9	-0,00397	0,00020	0,00870	0,00011	-0,02666	0,00052	-0,00216	0,00041	-0,01531	0,00053
10	-0,01842	0,00020	-0,00743	0,00011	-0,01650	0,00052	-0,02277	0,00040	-0,02284	0,00052

Dia	Confab		Duratex		Eletrobrás		Eletropaulo		Gerdau	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	0,05192	0,00032	0,00974	0,00021	0,04123	0,00016	-0,01032	0,00032	0,00698	0,00039
-2	-0,00669	0,00032	0,04494	0,00021	0,05435	0,00016	0,04937	0,00033	0,01487	0,00039
-1	-0,01085	0,00032	0,00522	0,00021	-0,00827	0,00016	0,03439	0,00035	0,02344	0,00039
0	0,00464	0,00032	0,04905	0,00021	0,02867	0,00016	-0,00016	0,00034	-0,01243	0,00039
1	0,01468	0,00034	-0,00467	0,00021	0,02716	0,00016	-0,01455	0,00032	-0,03003	0,00039
2	0,04127	0,00032	0,06264	0,00022	-0,05504	0,00016	-0,00702	0,00032	-0,00125	0,00039
3	0,01989	0,00032	-0,01661	0,00021	-0,02598	0,00016	0,00708	0,00033	0,01371	0,00039
4	-0,00273	0,00032	-0,01142	0,00021	0,04229	0,00019	0,02943	0,00032	0,01060	0,00039
5	-0,01995	0,00032	-0,01634	0,00021	0,04093	0,00017	0,00829	0,00034	-0,00833	0,00039
6	0,00248	0,00032	-0,02784	0,00021	0,01577	0,00016	-0,00733	0,00032	0,00115	0,00039
7	-0,01390	0,00032	-0,00452	0,00021	-0,01153	0,00016	-0,01337	0,00033	0,00572	0,00040
8	0,02418	0,00032	0,02091	0,00021	-0,00581	0,00016	-0,02007	0,00032	-0,04869	0,00039
9	-0,00698	0,00032	-0,00503	0,00021	0,05615	0,00018	0,01082	0,00032	0,00196	0,00039
10	0,01196	0,00032	0,00769	0,00021	0,01789	0,00016	-0,00775	0,00032	-0,05720	0,00039

Dia	Gerdau Met		Iochp Maxion		Itaubanco		Klabin		Light	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	-0,00684	0,00021	-0,02317	0,00024	0,01647	0,00048	0,01263	0,00049	0,00832	0,00092
-2	-0,01773	0,00022	-0,00450	0,00023	-0,02985	0,00044	-0,00371	0,00051	-0,00113	0,00093
-1	-0,00990	0,00021	-0,00598	0,00023	0,00278	0,00044	0,00174	0,00049	0,00109	0,00089
0	0,01714	0,00021	0,02326	0,00023	0,04033	0,00044	-0,00722	0,00053	-0,03871	0,00092
1	-0,00211	0,00022	-0,01676	0,00024	0,00315	0,00044	-0,00644	0,00049	-0,01153	0,00089
2	-0,00798	0,00021	0,00159	0,00023	0,02244	0,00044	0,01322	0,00049	-0,02146	0,00089
3	-0,03007	0,00022	-0,04867	0,00024	-0,01732	0,00044	-0,04951	0,00049	-0,01970	0,00090
4	-0,02816	0,00022	-0,00647	0,00023	-0,01860	0,00044	0,01494	0,00049	-0,01649	0,00090
5	-0,01418	0,00022	0,00722	0,00024	0,00919	0,00044	0,00766	0,00049	-0,00200	0,00090
6	-0,00727	0,00022	-0,00692	0,00023	0,03166	0,00044	-0,01168	0,00049	0,03469	0,00100
7	0,00290	0,00022	-0,00421	0,00023	-0,00554	0,00044	0,00330	0,00055	0,15792	0,00089
8	0,00867	0,00023	-0,00670	0,00023	-0,02553	0,00044	-0,01472	0,00051	-0,10001	0,00091
9	-0,01064	0,00022	0,00907	0,00025	-0,01001	0,00045	0,05117	0,00050	-0,03877	0,00097
10	-0,00936	0,00022	-0,00835	0,00023	-0,02388	0,00044	-0,00159	0,00049	-0,02320	0,00089

Dia	Net		Pão de Açúcar		Petrobras		Ripasa		Rossi Resid	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	-0,01269	0,00113	0,00237	0,00051	-0,01762	0,00034	-0,00281	0,00045	-0,02637	0,00285
-2	0,02281	0,00113	-0,00135	0,00052	-0,02862	0,00034	-0,01332	0,00048	-0,06132	0,00286
-1	0,09413	0,00113	0,00324	0,00051	-0,01648	0,00036	0,01403	0,00047	-0,02175	0,00289
0	-0,03731	0,00125	-0,02627	0,00051	0,00067	0,00034	0,00135	0,00046	0,09988	0,00291
1	0,00648	0,00118	-0,01226	0,00051	-0,00235	0,00034	-0,01538	0,00045	0,08836	0,00285
2	-0,00406	0,00115	0,01050	0,00051	0,02049	0,00038	0,00210	0,00045	0,05169	0,00286
3	0,00514	0,00113	-0,02190	0,00052	0,01281	0,00035	-0,01246	0,00045	-0,03252	0,00287
4	0,03615	0,00113	-0,00437	0,00051	-0,01308	0,00034	-0,02280	0,00047	0,07612	0,00286
5	-0,02994	0,00117	-0,01561	0,00051	-0,00097	0,00034	0,00281	0,00045	0,02056	0,00288
6	0,04330	0,00120	-0,02169	0,00052	0,02427	0,00037	-0,00814	0,00045	-0,00636	0,00286
7	0,04682	0,00113	-0,03537	0,00053	0,01383	0,00036	-0,02310	0,00045	-0,03860	0,00287
8	0,02603	0,00115	0,00842	0,00051	-0,01010	0,00034	0,01806	0,00045	0,05181	0,00308
9	0,00285	0,00113	0,02062	0,00052	-0,00618	0,00034	0,01646	0,00045	0,04764	0,00299
10	0,01332	0,00119	0,01252	0,00052	0,00075	0,00035	-0,02136	0,00046	-0,02461	0,00285

Dia	Sabesp		Sadia		Suzano Papel		Suzano Petroquímica		Tractebel ON	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	-0,00586	0,00030	0,00028	0,00017	0,00172	0,00023	0,02098	0,00092	0,01521	0,00058
-2	-0,00028	0,00030	-0,02663	0,00018	0,00013	0,00023	-0,00302	0,00098	0,02014	0,00051
-1	0,03714	0,00031	0,01455	0,00017	0,03005	0,00023	-0,01151	0,00092	0,03883	0,00052
0	0,03208	0,00030	-0,02888	0,00017	0,00457	0,00023	0,01015	0,00092	0,02236	0,00051
1	0,00691	0,00030	0,00528	0,00017	0,00669	0,00023	0,03938	0,00099	0,00881	0,00059
2	-0,00449	0,00030	0,02678	0,00017	-0,00216	0,00023	0,02634	0,00092	0,02268	0,00051
3	-0,00645	0,00030	0,00618	0,00017	-0,01206	0,00024	0,02905	0,00094	-0,01714	0,00052
4	-0,01243	0,00030	0,02302	0,00017	-0,00653	0,00024	-0,00265	0,00092	0,00574	0,00053
5	-0,01101	0,00030	-0,00723	0,00017	-0,01097	0,00023	-0,01959	0,00092	-0,01690	0,00057
6	-0,01150	0,00030	-0,04839	0,00017	-0,01448	0,00023	-0,00584	0,00092	0,02012	0,00051
7	-0,01050	0,00030	0,02505	0,00017	-0,01738	0,00023	-0,05095	0,00099	0,00964	0,00052
8	0,00514	0,00030	0,00854	0,00017	-0,02203	0,00023	-0,00469	0,00092	-0,00528	0,00053
9	0,02754	0,00030	0,00337	0,00017	-0,01351	0,00023	0,02326	0,00092	-0,00572	0,00051
10	0,04672	0,00031	0,00178	0,00017	0,00021	0,00023	0,00486	0,00099	-0,01026	0,00051

Dia	Tran Paulista		Ultrapar		Unibanco		Unipar		VCP	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	-0,00940	0,00057	-0,01368	0,00026	0,00175	0,00041	0,02272	0,00038	0,00107	0,00058
-2	-0,00223	0,00057	-0,00133	0,00027	0,02365	0,00041	0,00480	0,00037	0,00372	0,00059
-1	0,00867	0,00059	-0,00644	0,00026	-0,00917	0,00041	-0,00912	0,00036	-0,00767	0,00058
0	0,01628	0,00057	0,01216	0,00026	-0,00722	0,00041	0,03375	0,00037	0,01607	0,00058
1	0,00941	0,00057	0,00427	0,00027	0,01617	0,00041	0,00838	0,00037	-0,00547	0,00062
2	-0,01056	0,00058	-0,00513	0,00026	-0,00883	0,00041	-0,00681	0,00037	-0,02121	0,00060
3	-0,00325	0,00058	-0,00379	0,00027	0,00296	0,00041	-0,01318	0,00037	-0,03306	0,00059
4	-0,00151	0,00058	0,00431	0,00027	-0,00780	0,00041	-0,01857	0,00037	-0,04420	0,00058
5	0,01633	0,00057	-0,01214	0,00027	0,01207	0,00041	-0,01977	0,00037	-0,00610	0,00058
6	0,00888	0,00057	-0,00537	0,00027	0,02926	0,00041	-0,03315	0,00039	-0,00193	0,00058
7	-0,00248	0,00060	-0,00816	0,00026	-0,00148	0,00042	-0,00725	0,00037	0,02886	0,00060
8	0,03897	0,00057	0,00797	0,00026	0,02669	0,00041	0,01433	0,00037	0,02476	0,00058
9	0,01062	0,00057	-0,00211	0,00026	0,00013	0,00041	0,03146	0,00037	0,01866	0,00058
10	-0,02516	0,00057	-0,03099	0,00027	-0,01336	0,00041	0,03222	0,00037	-0,01864	0,00058

Dia	Vale	
	AR	varAR
-3	0,00928	0,00018
-2	0,00914	0,00018
-1	0,03220	0,00018
0	0,02058	0,00018
1	0,02178	0,00018
2	0,04009	0,00018
3	0,00225	0,00018
4	-0,02391	0,00018
5	0,01744	0,00018
6	0,04054	0,00018
7	-0,00169	0,00019
8	-0,00978	0,00018
9	-0,01041	0,00018
10	0,00378	0,00018

**Anexo H – Resultados consolidados do estudo para cada dia da janela do evento -
Amostra da Data do Anúncio**

Dia	Média AR	VarMédiaAR	DesvAR	Z AR	Média CAR	VarMédiaCAR	DesvCAR	Z CAR
-3	0,00202	0,00002	0,00401	0,50230	0,00202	0,00002	0,00401	0,50230
-2	0,00073	0,00002	0,00406	0,17924	0,00274	0,00003	0,00571	0,48064
-1	0,00820	0,00002	0,00402	2,03790	0,01094	0,00005	0,00698	1,56683
0	0,00901	0,00002	0,00401	2,24417	0,01995	0,00006	0,00806	2,47651
1	0,00681	0,00002	0,00403	1,69245	0,02676	0,00008	0,00901	2,97188
2	0,00650	0,00002	0,00401	1,62131	0,03326	0,00010	0,00986	3,37433
3	-0,00757	0,00002	0,00400	-1,89270	0,02569	0,00011	0,01064	2,41498
4	-0,00063	0,00002	0,00400	-0,15800	0,02506	0,00013	0,01137	2,20452
5	0,00149	0,00002	0,00400	0,37183	0,02655	0,00015	0,01205	2,20285
6	0,00167	0,00002	0,00402	0,41532	0,02822	0,00016	0,01270	2,22105
7	0,00012	0,00002	0,00402	0,02919	0,02833	0,00018	0,01332	2,12657
8	-0,00187	0,00002	0,00406	-0,46150	0,02646	0,00019	0,01393	1,90004
9	0,00590	0,00002	0,00402	1,47022	0,03237	0,00021	0,01449	2,23303
10	-0,00677	0,00002	0,00400	-1,69456	0,02559	0,00023	0,01504	1,70208

**Anexo I – Resultados do estudo de cada empresa para cada dia da janela do evento -
Amostra da Data de Adesão**

Dia	Bradesco		Brasil Telecom		Braskem		Celesc		Cemig	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	-0,00110	0,00019	-0,01990	0,00011	0,03810	0,00061	0,03049	0,00065	-0,01736	0,00049
-2	0,00481	0,00019	0,00335	0,00011	-0,00930	0,00062	0,03185	0,00053	-0,00326	0,00048
-1	0,01034	0,00019	0,01225	0,00011	-0,00294	0,00061	-0,01013	0,00055	-0,00408	0,00050
0	-0,01047	0,00019	0,01466	0,00011	0,00737	0,00065	0,06106	0,00054	-0,00200	0,00047
1	0,00229	0,00019	0,00250	0,00011	0,00975	0,00062	0,02967	0,00058	0,00155	0,00048
2	0,01324	0,00019	-0,01366	0,00011	0,02536	0,00061	-0,04994	0,00057	-0,01088	0,00047
3	-0,00174	0,00019	0,00332	0,00011	0,00471	0,00063	-0,02505	0,00054	0,01387	0,00049
4	0,01300	0,00019	0,00005	0,00011	-0,00119	0,00061	-0,00837	0,00054	-0,01924	0,00048
5	-0,00549	0,00019	0,00198	0,00012	0,02225	0,00061	-0,02814	0,00054	-0,01860	0,00047
6	-0,00355	0,00020	-0,01914	0,00011	-0,00204	0,00061	0,01417	0,00053	0,00157	0,00047
7	-0,00841	0,00019	-0,00919	0,00011	-0,02049	0,00061	0,00567	0,00054	-0,00857	0,00048
8	-0,00385	0,00019	-0,00600	0,00011	0,03483	0,00064	0,01106	0,00054	0,00744	0,00047
9	-0,01825	0,00019	0,00567	0,00011	-0,00090	0,00061	-0,00391	0,00053	0,00092	0,00049
10	-0,00101	0,00019	0,00518	0,00011	0,02728	0,00061	0,01764	0,00053	0,00679	0,00047

Dia	Confab		Duratex		Eletropaulo		Gerdau		Gerdau Met	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	0,01135	0,00033	-0,02105	0,00017	0,03467	0,00027	0,01514	0,00039	-0,01246	0,00025
-2	0,04503	0,00032	0,00126	0,00017	0,00036	0,00026	0,02364	0,00038	-0,02860	0,00023
-1	0,02319	0,00032	0,01237	0,00018	0,00803	0,00025	-0,01238	0,00039	0,00586	0,00022
0	-0,00106	0,00032	0,00180	0,00017	-0,01810	0,00026	-0,02996	0,00039	0,00307	0,00022
1	-0,01980	0,00032	0,00351	0,00017	-0,00456	0,00026	-0,00111	0,00038	0,01552	0,00022
2	0,00540	0,00032	-0,00285	0,00017	0,00185	0,00025	0,01375	0,00039	-0,00465	0,00022
3	-0,01421	0,00032	-0,01185	0,00017	0,00334	0,00025	0,01085	0,00039	-0,00627	0,00022
4	0,02623	0,00032	0,00778	0,00017	-0,00188	0,00026	-0,00814	0,00038	-0,00862	0,00022
5	-0,00411	0,00032	-0,00990	0,00017	0,00857	0,00025	0,00127	0,00038	-0,00772	0,00022
6	0,01331	0,00032	0,00658	0,00017	-0,00686	0,00025	0,00567	0,00039	-0,01047	0,00022
7	-0,00049	0,00034	-0,00254	0,00017	-0,00596	0,00025	-0,04858	0,00038	0,00614	0,00022
8	-0,01262	0,00032	-0,00302	0,00017	0,00897	0,00025	0,00197	0,00039	0,01626	0,00022
9	-0,02027	0,00032	0,00306	0,00018	0,01558	0,00025	-0,05716	0,00039	0,00315	0,00022
10	-0,01612	0,00032	-0,00322	0,00017	0,02524	0,00025	0,04972	0,00039	0,01022	0,00022

Dia	Itaubanco		Klabin		Light		Net		Pão de Açúcar	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	0,04160	0,00041	-0,02109	0,00048	0,04110	0,00079	0,07463	0,00230	0,01479	0,00047
-2	0,00405	0,00041	-0,01528	0,00048	0,16207	0,00070	-0,07282	0,00235	0,00489	0,00046
-1	0,02260	0,00041	0,00717	0,00048	-0,09675	0,00072	-0,06382	0,00233	0,00975	0,00046
0	-0,01705	0,00041	0,01003	0,00048	-0,03632	0,00076	0,03020	0,00248	-0,02529	0,00052
1	-0,01795	0,00041	0,02303	0,00048	-0,01944	0,00070	-0,12853	0,00246	0,00489	0,00046
2	0,00930	0,00041	-0,02865	0,00048	0,01468	0,00070	0,00032	0,00232	0,03962	0,00046
3	0,03280	0,00041	0,01505	0,00048	0,02896	0,00074	0,02953	0,00232	0,03096	0,00046
4	-0,00465	0,00041	0,00959	0,00048	0,04246	0,00071	-0,04287	0,00231	0,00607	0,00046
5	-0,02507	0,00041	0,03115	0,00048	-0,01523	0,00072	-0,00862	0,00230	-0,01635	0,00046
6	-0,01036	0,00042	0,00057	0,00048	-0,00984	0,00070	-0,02043	0,00230	0,01356	0,00046
7	-0,02342	0,00041	-0,00823	0,00049	-0,05136	0,00071	-0,01795	0,00232	0,00472	0,00046
8	0,00565	0,00041	-0,01174	0,00049	-0,04029	0,00070	0,04289	0,00230	0,00956	0,00046
9	-0,00647	0,00041	-0,02291	0,00048	-0,02533	0,00071	0,04215	0,00229	0,01811	0,00047
10	-0,01555	0,00041	0,02093	0,00048	-0,01827	0,00071	0,06019	0,00239	0,01143	0,00046

Dia	Ripasa		Sabesp		Sadia		Suzano Papel		Suzano Petroquímica	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	0,00131	0,00046	0,03624	0,00023	0,00607	0,00020	0,00287	0,00024	-0,02976	0,00077
-2	-0,01548	0,00045	-0,01718	0,00025	0,02776	0,00020	0,00590	0,00024	-0,04196	0,00079
-1	0,00199	0,00045	-0,01261	0,00023	0,00754	0,00020	-0,00381	0,00024	-0,01825	0,00077
0	-0,01256	0,00045	0,00232	0,00023	0,02432	0,00020	-0,01476	0,00025	-0,01255	0,00078
1	-0,02282	0,00047	0,00594	0,00023	-0,00613	0,00020	-0,00883	0,00024	-0,06599	0,00078
2	0,00269	0,00045	-0,00359	0,00023	-0,04700	0,00020	-0,01266	0,00024	-0,01712	0,00078
3	-0,00822	0,00045	-0,02400	0,00023	0,02591	0,00020	-0,01559	0,00024	0,00686	0,00078
4	-0,02318	0,00046	0,00018	0,00023	0,00952	0,00020	-0,01865	0,00024	-0,01777	0,00078
5	0,01793	0,00046	-0,03199	0,00026	0,00457	0,00020	-0,02336	0,00024	0,01809	0,00078
6	0,01634	0,00046	-0,02405	0,00024	0,00340	0,00020	-0,01510	0,00024	-0,01456	0,00079
7	-0,02141	0,00046	-0,04816	0,00023	0,01378	0,00020	-0,00084	0,00024	-0,00661	0,00077
8	-0,00143	0,00047	-0,01539	0,00023	-0,03699	0,00020	0,00427	0,00024	-0,00825	0,00079
9	0,03422	0,00046	-0,01419	0,00023	0,01723	0,00020	-0,00418	0,00024	0,00145	0,00082
10	0,01630	0,00045	-0,00616	0,00024	-0,02811	0,00020	-0,01316	0,00025	0,00258	0,00078

Dia	Tractebel ON		Tran Paulista		Ultrapar		Unibanco		Unipar	
	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR	AR	varAR
-3	0,00743	0,00064	0,00957	0,00056	-0,00239	0,00026	0,02345	0,00041	-0,00883	0,00017
-2	-0,03077	0,00063	-0,01046	0,00057	-0,00707	0,00025	-0,00933	0,00041	-0,00413	0,00017
-1	0,00505	0,00065	-0,00315	0,00057	0,01200	0,00025	-0,00730	0,00041	-0,00578	0,00018
0	0,01613	0,00063	-0,00142	0,00058	0,00460	0,00026	0,01608	0,00041	-0,00485	0,00017
1	-0,01635	0,00065	0,01648	0,00056	-0,00545	0,00025	-0,00897	0,00041	-0,00141	0,00018
2	-0,01982	0,00063	0,00905	0,00056	-0,00474	0,00026	0,00288	0,00041	-0,02157	0,00017
3	0,01071	0,00063	-0,00242	0,00059	0,00317	0,00026	-0,00798	0,00041	-0,00014	0,00017
4	0,00056	0,00064	0,03911	0,00056	-0,01310	0,00026	0,01191	0,00041	-0,00608	0,00017
5	-0,03137	0,00069	0,01081	0,00057	-0,00498	0,00026	0,02915	0,00041	-0,00216	0,00018
6	-0,01795	0,00063	-0,02501	0,00056	-0,00861	0,00025	-0,00151	0,00042	0,04306	0,00017
7	-0,03990	0,00063	0,01790	0,00060	0,00800	0,00025	0,02658	0,00041	0,02012	0,00018
8	0,00554	0,00064	-0,00436	0,00060	-0,00220	0,00025	0,00006	0,00041	-0,01026	0,00017
9	0,00715	0,00064	-0,02428	0,00060	-0,03080	0,00025	-0,01344	0,00041	-0,00755	0,00018
10	0,01601	0,00063	-0,00756	0,00057	-0,02516	0,00025	-0,04223	0,00042	0,00829	0,00018

Dia	VCP		Vale	
	AR	varAR	AR	varAR
-3	-0,00475	0,00058	0,03849	0,00021
-2	-0,00026	0,00058	0,00016	0,00021
-1	0,03290	0,00060	-0,02589	0,00021
0	0,02606	0,00058	0,01530	0,00021
1	0,02079	0,00058	0,03850	0,00021
2	-0,01616	0,00058	-0,00405	0,00022
3	-0,00310	0,00059	-0,01144	0,00021
4	-0,00641	0,00058	-0,01211	0,00021
5	-0,04235	0,00059	0,00191	0,00021
6	0,01184	0,00060	0,03041	0,00021
7	0,00665	0,00059	0,02707	0,00021
8	-0,00066	0,00058	-0,00263	0,00021
9	-0,02469	0,00059	-0,01517	0,00021
10	-0,01540	0,00060	-0,00368	0,00021

**Anexo J – Resultados consolidados do estudo para cada dia da janela do evento -
Amostra da Data de Adesão**

Dia	Média AR	VarMédiaAR	DesvAR	Z AR	Média CAR	VarMédiaCAR	DesvCAR	Z CAR
-3	0,01069	0,00002	0,00417	2,56413	0,01069	0,00002	0,00417	2,56413
-2	0,00182	0,00002	0,00413	0,44088	0,01251	0,00003	0,00587	2,13104
-1	-0,00355	0,00002	0,00413	-0,85843	0,00896	0,00005	0,00718	1,24800
0	0,00173	0,00002	0,00418	0,41316	0,01069	0,00007	0,00831	1,28644
1	-0,00566	0,00002	0,00416	-1,36216	0,00503	0,00009	0,00929	0,54094
2	-0,00442	0,00002	0,00413	-1,06987	0,00061	0,00010	0,01017	0,06004
3	0,00326	0,00002	0,00414	0,78751	0,00387	0,00012	0,01098	0,35257
4	-0,00096	0,00002	0,00412	-0,23195	0,00291	0,00014	0,01172	0,24852
5	-0,00473	0,00002	0,00413	-1,14473	-0,00182	0,00015	0,01243	-0,14624
6	-0,00107	0,00002	0,00412	-0,26028	-0,00289	0,00017	0,01310	-0,22075
7	-0,00687	0,00002	0,00413	-1,66181	-0,00976	0,00019	0,01374	-0,71068
8	-0,00041	0,00002	0,00414	-0,10027	-0,01018	0,00021	0,01434	-0,70940
9	-0,00521	0,00002	0,00413	-1,26132	-0,01539	0,00022	0,01493	-1,03096
10	0,00304	0,00002	0,00414	0,73414	-0,01235	0,00024	0,01549	-0,79700