
Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas

*Andson Braga de Aguiar
Luiz João Corrar
Flávio Donizete Batistella*

RESUMO

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lançou em dezembro de 2000 o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) com dois objetivos principais: diminuir a assimetria informacional entre investidores e empresas por meio de maior transparência quanto às informações divulgadas e reduzir o custo de capital das empresas que se adequassem às novas regras. No presente artigo, tem-se por objetivo analisar especificamente os impactos causados sobre três variáveis (quantidade média, volume médio em Reais e preço médio de ações) depois da implementação do Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC), tendo em vista que existiam expectativas por parte da Bovespa de que essas variáveis sofreriam aumento ou valorização significativos após a migração das empresas. Utiliza-se o teste de Wilcoxon para duas amostras emparelhadas, comparando-se observações anteriores à implementação do Nível 1 de Governança Corporativa com outras posteriores. Os resultados sugerem que não ocorreram mudanças positivas significativas com a migração para o Nível 1 de Governança Corporativa. Conclui-se que, no referente às variáveis analisadas, algumas das expectativas da Bovespa não foram constatadas. Futuras pesquisas podem analisar outras variáveis, incluindo os três níveis do Novo Mercado e utilizando maior amplitude de tempo.

Palavras-chave: governança corporativa, Nível 1 de Governança Corporativa, teste de Wilcoxon.

1. INTRODUÇÃO E JUSTIFICATIVA

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lançou em dezembro de 2000 o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Basicamente, buscou-se por meio dessa medida dar maior transparência ao mercado de capitais como forma de atrair mais investidores e, por conseguinte, aumentar o volume de transações. Em particular, para as empre-

Recebido em 27/fevereiro/2004
Aprovado em 04/novembro/2004

Andson Braga de Aguiar é Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).

E-mail: andsonbraga@yahoo.com.br

Endereço:

Avenida Prof. Luciano Gualberto, 908

— Prédio FEA 5

Cidade Universitária

05508-010 — São Paulo — SP

Luiz João Corrar é Professor Doutor do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).

E-mail: ljcorrar@usp.br

Flávio Donizete Batistella é Mestrando em Controladoria e Contabilidade na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).

E-mail: batifla@yahoo.com.br

sas que se adaptassem às novas regras, havia expectativa de melhores preços por suas ações e, como consequência, maior retorno sobre o patrimônio líquido; além de, ao longo do tempo, custos de captação reduzidos.

Dentro de um contexto mais amplo, a criação do NM e dos NDGC visou contribuir com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro que, a longo prazo, pode contribuir para o crescimento econômico do País, tendo em vista que diversos estudos (ANDREZZO e LIMA, 2002) demonstram haver forte relacionamento entre o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais e o crescimento econômico de um país.

Torna-se necessário, portanto, analisar os impactos causados por essa iniciativa sobre determinadas variáveis, já que existiam expectativas por parte da Bovespa de que, após a migração, as empresas que aderissem ao NM ou aos NDGC sofreriam aumento ou valorização significativos sobre tais variáveis, o que seria motivador para que outras empresas seguissem igual caminho, tal como o fizeram recentemente a Metálgica Gerdau S.A. e a São Paulo Alpargatas S.A.

2. O PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando os aspectos citados, avaliam-se três variáveis que podem ter sofrido impacto com a adaptação das empresas ao Nível 1 de Governança Corporativa (NIGC). Assim, formulam-se as seguintes questões, cada qual envolvendo uma dessas variáveis:

- Houve mudanças significativas na quantidade média de ações negociadas das empresas após sua adaptação ao NIGC?
- Houve mudanças significativas no volume (em Reais) médio de ações negociadas das empresas após sua adaptação ao NIGC?
- Houve mudanças significativas no preço médio das ações negociadas das empresas após sua adaptação ao NIGC?

2.1. Objetivo

O objetivo geral do presente artigo é analisar se as empresas que se adaptaram às regras do Nível 1 de Governança Corporativa sofreram impactos significativos sobre essas três variáveis (quantidade média das ações negociadas, volume médio das ações negociadas e preço médio das ações negociadas), comparando-se o período anterior com o posterior à migração.

Como objetivos específicos destacam-se: apresentar os fatos motivadores da implementação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, sob a ótica da Bovespa; ressaltar os requisitos necessários para a migração a cada um dos níveis do Novo Mercado; enfatizar as vantagens de tal migração, tanto para as empresas quanto para os

investidores; analisar se as expectativas da Bovespa quanto às variáveis analisadas estão sendo confirmadas.

2.2. Hipóteses

São três as hipóteses consideradas:

Hipótese 1 — A quantidade média de ações negociadas das empresas que se adaptaram ao NIGC não sofreu mudanças significativas após essa adaptação.

Hipótese 2 — O volume médio de ações negociadas das empresas que se adaptaram ao NIGC não sofreu mudanças significativas após essa adaptação.

Hipótese 3 — O preço médio das ações negociadas não sofreu mudanças significativas após a adaptação das empresas ao NIGC.

Representando as observações anteriores à implementação do NIGC, o período de análise abrangido para as três hipóteses teve início na semana do dia 04 de fevereiro de 2000 até a semana que inclui o dia 26 de junho de 2001; representando as observações posteriores a tal implementação, o período vai da semana do dia 03 de julho de 2001 até a semana que inclui o dia 14 de novembro de 2002.

2.3. Estrutura

O desenvolvimento do artigo encontra-se dividido em três seções. Inicialmente serão feitos comentários acerca do relacionamento entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais, buscando contextualizar a implementação do Novo Mercado numa visão ampla e apresentar os objetivos específicos de sua implementação, além da apresentação das características de cada um dos níveis, incluindo pesquisas já realizadas sobre esse tema. Em seguida, apresentam-se os aspectos metodológicos relacionados ao teste das hipóteses levantadas. Por fim, analisam-se os resultados obtidos, confrontando-os com as hipóteses estabelecidas.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. Motivação e características do Novo Mercado

O crescimento econômico, conforme Milone (1992, p.467), passa a ser considerado um objetivo importante principalmente após a Segunda Grande Guerra (1939-1945), tanto para países desenvolvidos quanto para os subdesenvolvidos ou em desenvolvimento. O autor conceitua crescimento econômico como “o crescimento contínuo do produto interno bruto em

termos global e *per capita*, ao longo do tempo” (MILONE, 1992, p.470).

O crescimento econômico é um dos elementos que caracterizam o desenvolvimento econômico. Ainda há dois outros de caráter qualitativo, que se relacionam a variáveis socioeconômicas. Assim, conforme Milone (1992, p.471), os três elementos que devem ser observados para a caracterização de um processo de desenvolvimento econômico são: crescimento econômico; diminuição dos níveis de pobreza, desemprego e desigualdade; melhoria das condições de saúde, nutrição, educação, moradia e transporte. Percebe-se, portanto, a possibilidade de um país apresentar crescimento econômico sem que, no entanto, ocorra desenvolvimento econômico, em função de este não ter sido acompanhado por crescimento social. Assim, o crescimento econômico é menos abrangente que o desenvolvimento econômico.

O crescimento econômico depende do crescimento do produto interno bruto que, conforme Assaf Neto (2001, p.28), pode ser interpretado como “os valores adicionados por empresa na produção de bens e serviços”. Para tanto, torna-se necessário que as empresas realizem investimentos em suas atividades que podem ser oriundos tanto da poupança interna quanto da externa. Assim, a poupança é importante para o crescimento econômico, pois, por meio dos intermediários financeiros, realimenta o sistema produtivo da economia através das diversas formas de crédito, o que tende a permitir mais investimentos e maior oferta de bens e serviços.

Esse aspecto é ressaltado por estudo realizado pela Tendências – Consultoria Integrada para a Bovespa, no qual são apresentados três caminhos para associar poupança e investimento, conforme destacam Andrezzo e Lima (2002, p.13):

- o autofinanciamento, em que as empresas geram internamente seus próprios recursos para investir;
- o governo, quando financia certas atividades usando a arrecadação de tributos ou a imposição de mecanismos compulsórios de poupança;
- o financiamento via mercado financeiro e de capitais.

Adotando o primeiro caminho, a empresa estaria reinvestindo os lucros obtidos no próprio negócio. Quanto ao segundo, iria depender dos investimentos do governo, de forma que teria de enquadrar-se em um dos perfis, ou atividades, que o governo tenha interesse em investir. O último caminho, financiamento via mercado financeiro e de capitais, é considerado o mais eficiente. Tal fato pode decorrer não apenas da fuga da incerteza em obter recursos internos suficientes para o auto-investimento, como da incerteza dos financiamentos do governo, além do que esse caminho proporciona alternativas de aplicação de recursos, conduzindo à sua maior otimização.

Assaf Neto (2001, p.94-95) considera que as operações no mercado financeiro são voltadas para ativo permanente e capital de giro, enquanto as do mercado de capitais estão relacionadas à aquisição de ações, dentre outros títulos e valores mobiliários.

Dessa forma, conforme afirmam Andrezzo e Lima (2002, p.13), “os mercados financeiro e de capitais assumem grande importância, na medida em que podem mobilizar recursos da poupança popular e transferi-los para investimentos”. Percebe-se, assim, a importância que podem assumir esses mercados para o crescimento econômico.

Diversos estudos e pesquisas já concluíram haver forte relacionamento entre o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais e o crescimento econômico. A tabela 1 permite a verificação dessa relação entre 1948 e 1973.

Tabela 1

Relação entre Ativos das Instituições Financeiras e PNB — 1948 a 1973

Países	1948	1957	1967	1973
Desenvolvidos				
Bélgica	100	113	153	173
Canadá	127	117	140	159
França	60	81	121	126
Alemanha	—	103	147	149
Reino Unido	177	138	172	174
Japão	58	130	192	180
Estados Unidos	147	147	164	152
Em Desenvolvimento				
Brasil	61	61	59	72
Colômbia	35	51	64	91
Índia	33	42	52	50
Jamaica	42	34	57	72
Coréia	—	33	53	71
México	38	36	59	60
Marrocos	—	—	48	53
Filipinas	38	43	80	96
Tailândia	24	42	53	58
Turquia	—	71	76	67
Venezuela	36	63	68	80

Fonte: Andrezzo e Lima (2002, p.14)

No entanto, não há consenso sobre quem é a causa e quem é o efeito. Patrick (1966, p.1) afirma que “a natureza causal dessa relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico ainda não é completamente explorada teoricamente ou empiricamente”; assim, o autor apresenta dois conceitos que tratam tal relacionamento: *demand-following* e *supply-leading*. Patrick (1966, p.2) considera que *demand-following* é “o fenômeno no qual a criação de instituições modernas financeiras, dos seus ativos e passivos financeiros e dos serviços financeiros relacionados existe em resposta à demanda por esses serviços pelos investidores e poupadores na economia real”. Como consequência, diante desse conceito, pode-se interpre-

tar que o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais é decorrência do crescimento econômico.

Patrick (1966, p. 4) considera que *supply-leading* é o fenômeno pelo qual “a criação de instituições financeiras e o fornecimento dos seus ativos e passivos financeiros, e serviços financeiros relacionados, [ocorrem] em antecipação à demanda para eles, especialmente pelos empresários nos setores modernos, indutores de crescimento”. Em tal caso, o crescimento econômico pode ser interpretado como consequência do desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais.

Numa visão ampla e a longo prazo, a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pode contribuir para o crescimento econômico do País. Fraga (2001, p.13) destaca a importância dessa iniciativa que pode ser capaz de “... dar sua contribuição para o desenvolvimento do país”. Caracteriza-se essa iniciativa como um fenômeno misto, já que busca tanto atender às necessidades atuais dos investidores existentes, caracterizando o *demand-following*, quanto aumentar o número de investidores ao fornecer-lhes mais vantagens, caracterizando o *supply-leading*.

No entanto, os objetivos específicos que motivaram a Bovespa a criar, em dezembro de 2000, o NM e os NDGC foram reduzir a assimetria informacional entre investidores e empresas que adotassem as novas regras, por meio de uma maior transparência quanto às informações divulgadas, e reduzir o custo de captação dessas empresas. Tais regras serão analisadas mais detalhadamente no tópico seguinte.

Para melhor compreensão do que é assimetria informacional e sua relação com a governança corporativa, é de suma importância o conhecimento da Teoria da Agência, que se origina da microeconomia e destaca a existência de diferenciadas informações entre duas entidades: o principal e o agente. Segundo Azevedo (1998, p.214), “o Principal é um ator cujo retorno depende da ação de um Agente (...). A principal característica de uma relação entre Principal e Agente é a assimetria de informações, tendo o Agente uma informação que o Principal não dispõe”.

No caso da governança corporativa, o principal representa o investidor ou acionista ou credor, ou seja, os interessados em geral no melhor desempenho da companhia, também denominados como *stakeholders*. Os administradores representam os agentes que, nem sempre, atuam em consonância com os interesses dos *stakeholders*, causando conflitos de agência.

Esses conflitos aumentam o grau de incerteza para um investimento em uma companhia, o que significa maior nível de risco. No intuito de observar esse fenômeno, a McKinsey & Co. (*apud* IKEDA, 2002, p.92-95) realizou uma pesquisa de opinião, na qual foram levantados fortes indícios de correlação entre o interesse dos “investidores em determinada companhia e a aplicação prática por essa companhia dos princípios da boa governança corporativa”.

De forma resumida, Santana (2001, p.6) apresenta os benefícios que a implementação do NM e dos NDGC podem proporcionar às empresas e aos investidores:

- para as empresas — melhoria da imagem institucional, maior visibilidade, maior demanda pelas ações, valorização das ações e menor custo de capital;
- para os investidores — maior precisão na precificação das ações, melhoria do processo de acompanhamento e fiscalização, maior segurança quanto aos seus direitos societários, redução de risco para o país, canalização de mais poupança para a capitalização das companhias, investimentos mais seguros e diversificados, empresas mais fortes e competitivas e dinamização da economia.

Tais benefícios permitem o desenvolvimento do mercado de capitais e, por consequência, tendem a promover o crescimento econômico, objetivo amplo dessa iniciativa, além dos objetivos específicos de maior transparência e menor custo de capital. No entanto, os benefícios elencados por Santana (2001) são ideais, sendo preciso buscar evidências empíricas demonstrando que de fato está havendo um movimento significativo em tal direção. Assim, algumas variáveis foram escolhidas para serem avaliadas.

3.2. O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

O Novo Mercado pode, de uma forma geral, ser dividido em três níveis: Novo Mercado propriamente dito; Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC); Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC). Apresentam-se a seguir algumas exigências ou regras requeridas pela Bovespa para o enquadramento em cada um desses níveis, assim como algumas características e definições importantes.

3.2.1. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

A Bovespa criou dois níveis de governança corporativa que se distinguem pelas práticas de governança adotadas. Essas Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa são definidas como “um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia” (BOVESPA, 2002b, p.5).

Para as empresas enquadradas no Nível 1, as principais normas de conduta exigidas pela Bovespa (2002b, p.5) são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;

- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

De forma resumida, pode-se afirmar que as empresas enquadradas no Nível 1 devem fornecer informações mais amplas ao mercado e evitar que a maior parte das ações esteja em posse de poucos acionistas, ou seja, deve permitir uma dispersão acionária. Busca-se também reduzir o impacto sobre os investidores decorrente da assimetria informacional.

Um outro ponto relevante é que não deve haver partes beneficiárias em circulação. Tal impedimento está de acordo com a Lei nº 10.303/2001, que proíbe às Sociedades Anônimas de capital aberto a emissão de partes beneficiárias.

Para as empresas enquadradas no Nível 2, além das normas de conduta exigidas para o Nível 1, outras são apresentadas pela Bovespa (2002b, p.5-6):

- mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do *Generally Accepted Accounting Principles* (US-GAAP) ou *International Accounting Standards* (IAS);
- extensão, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro nesse Nível 2;
- adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

A Bovespa (2002b, p.10) considera valor econômico “o valor da Companhia e de suas ações que vier a ser determinado por empresa especializada, mediante a utilização de metodologia reconhecida ou com base em outro critério que venha a ser definido pela CVM [Comissão de Valores Mobiliários]”.

A Câmara de Arbitragem surge como alternativa ágil e especializada capaz de fornecer aos investidores a segurança necessária na resolução de conflitos societários através do Regulamento de Arbitragem, que “... significa o Regulamento, inclusive suas posteriores modificações, que disciplina o procedimento de arbitragem ao qual serão submetidas as Companhias do Nível 2 em todos os conflitos relativos ao Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e, bem assim, em todos os conflitos relativos a este Regulamento, às leis e às normas editadas pela CVM que regem as

relações entre as Companhias do Nível 2, seus administradores e acionistas” (BOVESPA, 2002b, p.9).

Esse contrato regulado pela Câmara de Arbitragem é o instrumento que celebra as obrigações relativas ao Regulamento, que trata das normas de conduta necessárias para o enquadramento da empresa, partindo de uma manifestação de adesão voluntária, tendo de um lado a Bovespa e, de outro lado, a empresa, seus administradores e o acionista controlador.

Retornando às normas de conduta exigidas para o enquadramento no Nível 2, percebe-se que, por meio dessas práticas, se busca oferecer ao acionista minoritário direitos adicionais como forma de incentivar uma maior participação de novos pequenos investidores, o que contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais.

O N1GC foi inaugurado em 26 de junho de 2001 com a adesão de 15 empresas; um ano após, em 26 de junho de 2002, ocorreu a inauguração do N2GC, com a adesão da Celesc e a transferência, em 27 de junho de 2002, da Globo Cabo (atual Net) que estava entre as 15 do N1GC.

3.2.2. Novo Mercado

O Novo Mercado foi inaugurado no dia 01 de fevereiro de 2002, quando da adesão da Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR). Conforme a Bovespa (2002a, p.5), esse “é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais ao que é exigido pela legislação”.

Percebe-se que, tal como ocorreu quando da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, o enquadramento no Novo Mercado também deve partir de uma motivação por parte da empresa, seus administradores e acionista controlador, para que seja celebrado o Contrato de Participação no Novo Mercado junto à Bovespa, no qual constam as práticas exigidas para que ocorra o enquadramento.

É, ainda, fundamental, para uma empresa que queira enquadrar-se no Novo Mercado, a adoção de boas práticas de governança corporativa que nada mais são do que um conjunto de regras societárias mais rígidas que as existentes na atual legislação brasileira, tendo em vista que essas nem sempre satisfazem às necessidades dos investidores, principalmente em termos de transparência.

As regras societárias estão consolidadas no Regulamento de Listagem e visam ampliar os direitos dos acionistas e o fornecimento de informações de melhor qualidade em comparação com aquelas usualmente prestadas. Esse Regulamento “... disciplina os requisitos para negociação de valores mobiliários de companhias abertas em segmento especial do mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), denominado Novo Mercado, estabelecendo regras de listagem diferenciadas para essas Companhias, seus Administradores e seu Acionista Controlador” (BOVESPA, 2002a, p.7).

Essas regras de listagem para o enquadramento no NM exigem que, além das práticas necessárias para o Nível 2 de Governança Corporativa, as empresas apresentem seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, ou seja, ações com direito a voto, exceto em alguns casos de desestatização.

3.3. Pesquisas anteriores

Almeida (2002, p. 20) apresenta uma pesquisa realizada pela Bovespa, em 2002, na qual se concluiu que, desde que foi lançado, o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGCD), incluindo em sua carteira as empresas que compõem o NM e o NDGC, teve melhor desempenho que o Índice da Bovespa (Ibovespa).

Carvalho (2003, p.12-13), utilizando dados do período de janeiro de 2001 a julho de 2002 de 18 empresas que migraram entre junho de 2001 e maio de 2002, realizou um estudo de evento por meio do qual procurou avaliar o efeito da adesão ao NM e aos NDGC sob três aspectos, isto é, preço, liquidez e volatilidade. Sem levar em conta aspectos específicos no tratamento dos dados, esse estudo concluiu que "... a migração tem impacto sobre a valorização das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez. (...) possivelmente, temos uma redução do impacto da volatilidade macroeconômica sobre o preço das ações", considerando que "devemos ser cautelosos com este último resultado".

Srouf (2002, p. 22), em estudo sobre as práticas diferenciadas de governança corporativa, concluiu que as empresas que faziam parte do Nível 1 de Governança Corporativa "... tiveram maiores chances de fazer parte do grupo de empresas que diluem menos os seus acionistas minoritários e além disso tiveram performance relativamente superior na crise de 11 de setembro ...", de forma que, mesmo com esse acontecimento negativo, tornou-se atraente investir em tais firmas.

4. METODOLOGIA

A pesquisa aqui apresentada caracteriza-se por uma abordagem empírico-analítica que, conforme Martins (2002, p.34), privilegia estudos práticos e possui forte preocupação com a relevância causal entre as variáveis — quantidade média de ações negociadas, volume médio de ações negociadas e preço médio de ações negociadas. Buscou-se, portanto, analisar se, com a migração para o Nível 1 de Governança Corporativa, as empresas sofreram mudanças significativas nas referidas variáveis.

4.1. Coleta de dados

Em 26 de julho de 2003 existiam 33 empresas participantes do NM e dos NDGC, as quais constam no quadro a seguir,

classificadas de acordo com o nível a que pertencem e com indicativo de sua respectiva data de adesão.

Empresas Participantes do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa — Posição em 26 de Julho de 2003

Empresa	Data de Adesão
Nível 1 de Governança Corporativa	
Alpargatas	15/07/2003
Aracruz	16/04/2002
Bradesco	26/06/2001
Bradespar	26/06/2001
Brasil T PAR	09/05/2002
Brasil Telec	09/05/2002
Brasken	13/02/2003
Cemig	17/10/2001
Cia. Hering	13/12/2002
Gerdau	26/06/2001
Gerdau Met	26/06/2003
Itaubanco	26/06/2001
Itausa	26/06/2001
Klabin S.A.	10/12/2002
Mangels	10/12/2002
Pão de Açúcar-CDB	29/04/2003
Perdigão S.A.	26/06/2001
Random Partic.	26/06/2001
Ripasa	12/11/2001
Rossi Resid.	05/02/2003
Sadia S.A.	26/06/2001
Suzano	08/05/2003
Tran Paulista	18/09/2002
Unibanco	26/06/2001
Unibanco HLD	26/06/2001
VCP	14/11/2001
Vigor	04/10/2001
Weg	26/06/2001
Nível 2 de Governança Corporativa	
Celesc	26/06/2002
MarcoPolo	03/09/2002
Net	27/06/2002
Novo Mercado	
CCR	01/02/2002
Sabesp	24/04/2004

Três empresas que inauguraram o N1GC no dia 26 de junho de 2001 foram excluídas da amostra por não atenderem aos requisitos em termos de divulgação de informações: Varig, Varig Serv. e Varig Transp. Percebe-se que algumas empresas listadas no N1GC tiveram sua migração efetivada durante o

ano de 2003, caso de Alpargatas, Brasken, Gerdau Met, Pão de Açúcar-CBD, Rossi Resid. e Suzano.

A amostra foi composta apenas pelas empresas que migraram para o Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC) na efetiva data de sua criação, 26 de junho de 2001, ou, no máximo, seis meses depois de tal data. Além disso, três empresas foram excluídas da amostra pelos seguintes motivos:

- Unibanco HLD (N1GC) — os dados referentes a essa empresa não estavam disponíveis.
- Bradespar e Sadia (N1GC) — essas empresas, ainda que possuíssem dados disponíveis, não apresentaram ações negociadas desde a primeira semana da amplitude da série histórica escolhida para este artigo.

Portanto, 12 empresas compuseram a amostra: Bradesco, Cemig, Gerdau, Itaúbanco, Itausa, Perdigão, Random Partic., Ripasa, Unibanco, VCP, Vigor e Weg. A inclusão das empresas que aderiram, no máximo, até seis meses depois da efetiva criação do N1GC decorre da aceitação de que elas manifestaram o interesse em aderir antes da implementação ou mesmo logo em seguida, precisando apenas fazer as devidas adaptações. Assim, essa intenção já deveria impactar as variáveis estudadas, considerando a Hipótese de Mercados Eficientes em sua forma semiforte que, conforme Hendriksen e Breda (1999, p.119), “diz que os preços dos títulos refletem toda informação publicamente disponível”.

A fonte de obtenção dos dados foi o sistema Econômica acessado no Laboratório de Finanças da Fundação Instituto de Administração da Universidade de São Paulo (LABFIN/FIA/USP). Os registros foram coletados semana a semana, totalizando 146 semanas, 73 das quais correspondem às observações anteriores à implementação do N1GC e as outras 73 às observações posteriores a esse evento. A semana inicial das observações anteriores inclui a data 04 de fevereiro de 2000 e estende-se até a semana que inclui a data 26 de junho de 2001, enquanto as observações posteriores têm início com a semana que inclui a data 03 de julho de 2001 e têm por última semana a que inclui a data 14 de novembro de 2002. Escolheu-se como ponto divisor a data de implementação do N1GC, ou seja, 22 de junho de 2001, a qual está incluída entre as observações anteriores. Portanto, cada empresa ficou com dois grupos de observações: o primeiro contendo as observações anteriores à implementação do N1GC e o segundo referente às observações posteriores.

Destaca-se que algumas empresas não apresentaram negociação em todas as semanas. No entanto, não houve alteração na quantidade de observações: atribuiu-se zero em tais casos, mantendo-se o total de 146 observações.

4.2. Análise e interpretação dos dados

Considerando que o objetivo da pesquisa é comparar um período anterior e outro posterior à implementação do Nível 1

de Governança Corporativa, sendo as duas amostras retiradas do mesmo grupo de empresas, ou seja, duas amostras emparelhadas, a escolha do teste deve ser consistente com tal objetivo. Dentro desse contexto, o instrumento de análise dos dados para o teste das hipóteses levantadas foi o teste não-paramétrico de Wilcoxon para duas amostras emparelhadas. A escolha do teste decorreu dos seguintes motivos:

- impossibilidade de utilizar-se testes paramétricos, tendo em vista que testes dessa natureza possuem o pressuposto da normalidade das observações, o que não foi constatado por meio da realização do teste de Kolmogorov-Smirnov;
- o teste de Wilcoxon tem por princípio analisar se ocorreram modificações significativas nos dois conjuntos de dados;
- o pequeno tamanho da amostra;
- as variáveis de análise possuem mensuração contínua, um dos pressupostos desse teste.

Portanto, nessa situação, o teste não-paramétrico de Wilcoxon oferece resultados mais robustos do que os obtidos por meio de outros testes.

Utilizou-se, para tanto, a ferramenta *Analyze – Nonparametric Tests – 2 Related Samples* do programa estatístico SPSS. Serão apresentadas tabelas com os resultados obtidos, nas quais constarão o valor do *Z* calculado e o *p-value* (valor de *p*). Será informado, ainda, o *rank* em que foi obtido o resultado positivo ou negativo; no caso de positivo haverá a indicação de aumento, enquanto no caso de negativo a indicação será de redução.

4.2.1. Outras considerações para a realização do teste

As variáveis consideradas para o teste são: quantidade, volume (em R\$) e preço médio das ações negociadas. O objetivo é saber se houve, no caso da variável quantidade, aumento significativo na quantidade média de ações negociadas; no caso da variável volume, aumento significativo no volume (em R\$) médio de ações negociadas; e, no caso da variável preço, valorização no preço médio das ações negociadas.

Ressalte-se que, para a avaliação da variável preço, se utilizou o preço de abertura como parâmetro para a realização dos testes. Utilizou-se um teste bilateral como forma de identificar se ocorreram mudanças significativas para qualquer direção; assim, o valor crítico para todos os testes de hipóteses será 1,96 (um inteiro e noventa e seis décimos), que corresponde ao nível de significância de 5% na distribuição normal padronizada.

Os testes foram feitos para cada empresa, mas o enfoque recaiu na média do Nível 1 de Governança Corporativa, de forma que as tabelas apresentadas refletem o referido enfoque. Adicionalmente, serão feitos comentários analíticos sobre a proporção de empresas que não apresentaram resultados convergentes com os obtidos pela média do Nível, independentemente da direção dessa divergência.

4.3. Delimitações da pesquisa

As cotações de ações tomadas como amostra são representativas de papéis de empresas que participam de algum segmento do N1GC negociados na Bovespa. Os preços das ações são influenciados por diversos fatores; assim, a consideração da resposta do mercado acionário a esse evento é de certa forma limitada.

Nesse sentido, outra delimitação refere-se à não-consideração dos efeitos advindos da teoria das finanças comportamentais, quais sejam, as diferentes reações dos investidores em determinados momentos vivenciados. Kimura (2002, p. 2) ressalta que se para a hipótese de mercados eficientes a sobre-reação e a sub-reação são comportamentos possíveis devido ao acaso, para as finanças comportamentais, reações exageradas ou lentas do mercado são fatos esperados por refletirem aspectos psicológicos dos investidores que acarretam desvios consistentes dos preços de mercado em relação aos seus valores intrínsecos.

Por fim, este estudo não tem caráter indutivo, pois não objetiva extrapolar os resultados obtidos para todas as empresas que possuem ações negociadas na Bovespa, ou seja, é preciso considerar que os resultados alcançados estão limitados às empresas que compõem a amostra, não havendo qualquer tipo de generalização ao universo das empresas que têm ações negociadas na Bovespa ou para as demais empresas que migraram para qualquer dos níveis do Novo Mercado. Ademais, não se buscou detectar a presença de *outliers*.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Considerando a metodologia de coleta e análise dos dados, são analisadas neste momento as hipóteses levantadas à luz do referencial teórico.

Hipótese 1 — A quantidade média de ações negociadas das empresas que se adaptaram ao N1GC não sofreu mudanças significativas após essa adaptação (ver tabela 2).

Tabela 2

Teste de Wilcoxon — Empresas do N1GC — Hipótese 1

Z	-0,392
P. Value (2-tailed)	0,695

Nota: Baseado em *ranks* positivos.

Como o *p-value* calculado é 0,695, portanto superior ao nível de significância de 0,05 (5%), independente de o resultado ter sido calculado com base em *ranks* positivos ou negativos, aceita-se a hipótese de que não tenha havido mudanças

significativas na quantidade média de ações negociadas para as empresas que se adaptaram ao N1GC.

Das 12 empresas do N1GC que participaram do teste, nove, ou 75%, não seguiram a mesma tendência do resultado acima. Duas delas, ou 22,22%, apresentaram aumento significativo na quantidade média de ações negociadas, enquanto sete, ou 77,78%, apresentaram redução significativa para essa variável. As outras três, ou 25%, seguiram a tendência do resultado obtido para todo o N1GC.

Hipótese 2 — O volume médio de ações negociadas das empresas que se adaptaram ao N1GC não sofreu mudanças significativas após essa adaptação (ver tabela 3).

Tabela 3

Teste de Wilcoxon — Empresas do N1GC — Hipótese 2

Z	-1,255
P. Value (2-tailed)	0,209

Nota: Baseado em *ranks* negativos.

Como o *p-value* calculado é 0,209, portanto superior ao nível de significância de 0,05 (5%), independente de o resultado ter sido calculado com base em *ranks* positivos ou negativos, aceita-se a hipótese de que não tenha havido mudanças significativas no volume médio de ações negociadas para as empresas que se adaptaram ao N1GC.

Analicamente, cinco, ou 41,67%, das empresas que compõem esse Nível apresentaram redução significativa no volume médio de ações negociadas, enquanto sete, ou 58,33%, não apresentaram mudança alguma para essa variável.

Hipótese 3 — O preço médio das ações negociadas não sofreu mudanças significativas após a adaptação das empresas ao N1GC (ver tabela 4).

Tabela 4

Teste de Wilcoxon — Empresas do N1GC — Hipótese 3

Z	-1,412
P. Value (2-tailed)	0,158

Nota: Baseado em *ranks* positivos.

Como o *p-value* calculado é 0,158, portanto superior ao nível de significância de 0,05 (5%), independente de o resultado ter sido calculado com base em *ranks* positivos ou negativos, aceita-se a hipótese de que não tenha havido mudanças significativas no preço médio das ações negociadas para as empresas que se adaptaram ao N1GC.

Das 12 empresas do N1GC que participaram do teste, apenas uma, ou 8,33%, apresentou resultado convergente com ele. As demais seguiram tendências divergentes: dez, ou 83,33%, apresentaram valorização significativa no preço médio de suas ações, enquanto uma, ou 8,33%, apresentou significativa desvalorização para essa variável.

6. CONCLUSÃO

No universo das empresas que compuseram a amostra, os resultados demonstram que para nenhuma das três hipóteses houve mudanças significativas, considerando um nível de significância de 5%. Assim, as empresas que migraram para o Nível 1 de Governança Corporativa não apresentaram mudanças significativas na quantidade média de ações negociadas (Hipótese 1), não sofreram mudanças significativas no volume médio (em R\$) de ações negociadas (Hipótese 2), e, por fim, não apresentaram valorização significativa no preço médio de suas ações (Hipótese 3).

Analiticamente, constatou-se que, para a Hipótese 1, apenas duas empresas apresentaram aumento significativo na quantidade média de ações negociadas, enquanto sete apresentaram redução significativa para essa variável. Para a Hipótese 2, cinco empresas apresentaram redução significativa no volume médio (em R\$) de ações negociadas, não tendo sido encontrada empresa alguma com aumento significativo para essa variável. Quanto à Hipótese 3, apenas uma empresa apresentou desvalorização significativa no preço médio de suas

ações, enquanto dez apresentaram valorização significativa para essa variável.

Dessa forma, conclui-se que, em relação às variáveis avaliadas neste artigo, no período selecionado, algumas das expectativas da Bovespa não foram constatadas. É preciso não esquecer as delimitações da pesquisa, as quais incluem os diversos fatores que podem influenciar o preço das ações, a não-consideração dos efeitos advindos da teoria das finanças comportamentais, a limitação dos resultados às empresas estudadas e o período temporal de análise.

Recomenda-se que outras variáveis sejam testadas, ou mesmo essas, dentro de uma amplitude de tempo maior, buscando também incluir as empresas que compõem o Novo Mercado e o Nível 2 de Governança Corporativa.

Convém ressaltar que uma análise imediata dessa conclusão poderia levar a idéias enviesadas. A maioria das empresas que aderiu ao N1GC já apresentava diferenciadas práticas de governança corporativa. Algumas delas possuíam inclusive *American Depositary Receipts* (ADRs) negociados no mercado americano, o que corrobora essa proposição.

Não se pode afirmar, no entanto, que a intenção da Bovespa não seja válida. Ela pode servir como exemplo para que outras iniciativas sejam efetivadas, além de manter as já existentes e aprimorá-las, visando atingir os objetivos específicos de dar maior transparência às informações financeiras fornecidas pelas empresas que participam da Bovespa, como forma de aumentar o número de investidores e reduzir o custo de capital, sem esquecer o objetivo macro de contribuir para o crescimento econômico. ♦

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, J. Novo mercado, nova performance. *Mercado-Mercado de Capitais: Revista da ABAMEC-SP*, São Paulo, Ano X, n.91, p.20-22, out./nov./dez. 2002.

ANDREZZO, A.F.; LIMA, I.S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. 2.ed. São Paulo: Thompson, 2002.

ASSAF NETO, A. *Mercado financeiro*. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

AZEVEDO, P.F. Organização industrial. In: PINHO, D.B.; VASCONCELLOS, M.A.S. (Org.). *Manual de economia*. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 1998. p.195-222.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (Bovespa). *Regulamento novo mercado*. Maio 2002a. Disponível em: <http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_publicacoes.shtml>. Acesso em: 08 jan. 2003.

_____. *Níveis diferenciados de governança corporativa*. Maio 2002b. Disponível em: <<http://bovespa.com.br>

>. Acesso em: 08 jan. 2003.

CARVALHO, A.G. de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. Trabalho preparado para a BOVESPA, jan. 2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em: 04 mar. 2003.

FRAGA, A. Um novo caminho para as boas ações. *Mercado-Mercado de Capitais: Revista da ABAMEC-SP*, São Paulo, Ano IX, n.85, p.13-17, abr./maio/jun. 2001.

HENDRIKSEN, E.; BREDÁ, M.F.V. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

IKEDA, R.H. *Metodologias de avaliação de tracking errors na gestão passiva de fundos de investimento: uma discussão sob o enfoque da governança corporativa e do objetivo fundamental da contabilidade*. 2002. 246f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo,

- São Paulo, São Paulo, Brasil.
- (Org.). *Manual de economia*. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1992. p.476-481.
- KIMURA, H. *Finanças comportamentais e o estudo das reações no mercado de capitais brasileiro*. 2002. Tese (Doutorado em Administração) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- PATRICK, H.T. Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development and Culture Change*, v. XIV, n. 2, 1966.
- MARTINS, G.A. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SANTANA, M.H. O novo mercado e a governança corporativa. *Revista da CVM*, São Paulo, p.4-8, dez. 2001.
- MILONE, P.C. Crescimento e desenvolvimento econômico. In: PINHO, D.B.; VASCONCELOS, M.A.S. SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2. *Anais...* Rio de Janeiro, 2002. Rio de Janeiro: IBMEC, 2002. 1 CD.

Adoption of corporate governance practices and the behavior of the stocks in the BOVESPA: empirical evidences

The São Paulo Stock Exchange (Bovespa) introduced in December 2000, the New Market (NM) and the Differentiated Levels of Corporate Governance (NDGC) with two main objectives: to attenuate the informational asymmetric between investors and companies by means of larger transparency relative to disclosure of information and to reduce the cost of capital of the companies that would have adapted to the new rules. This paper specifically analyze the impacts of three variables (mean quantity, mean volume, and mean stock price) after the implementation of Level 1 of Corporate Governance, seeing that the Bovespa had had expectations of which such variables could experiment significant positive changes after the migration of the companies. It's used the Wilcoxon Test for two related sample. It's compared observations before and after to implementation of Level 1 of Corporate Governance. The results suggest that did not occur positive significant changes with the migration to Level 1 of Corporate Governance. It's concluded that some of the expectation of Bovespa was not observed concerning to variables analyzed. Further researchers could analyze additional variables including the three levels of New Market and utilizing a more amplitude of time.

Uniterms: corporate governance, Level 1 of Corporate Governance, Wilcoxon test.

Adopción de prácticas de gobierno corporativo y el comportamiento de las acciones en la Bovespa: evidencias empíricas

La bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lanzó en diciembre de 2000 el Nuevo Mercado (NM) y los Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo (NDGC) con dos objetivos principales: disminuir la asimetría de información entre inversores y empresas por medio de una mayor transparencia en cuanto a las informaciones divulgadas y reducir el costo de capital de las empresas que se adecuaron a las nuevas reglas. En el presente artículo, se tiene por objetivo analizar específicamente los impactos causados sobre tres variables (cantidad media, volumen medio en Reales y precio medio de acciones) tras la implementación del Nivel 1 de Gobierno Corporativo (N1GC), teniendo en cuenta que existían expectativas por parte de la Bovespa de que esas variables sufrirían aumento o valorización significativos después de la migración de las empresas. Se utiliza el test de Wilcoxon para dos muestras emparejadas y se comparan observaciones anteriores a la implementación del Nivel 1 de Gobierno Corporativo con otras posteriores. Los resultados sugieren que no ocurrieron cambios positivos significativos con la migración para el Nivel 1 de Gobierno Corporativo. Se concluye que, en lo que se refiere a las variables analizadas, algunas de las expectativas de la Bovespa no fueron confirmadas. Futuras investigaciones pueden analizar otras variables, incluyendo los tres niveles del Nuevo Mercado y utilizando mayor amplitud de tiempo.

Palabras clave: gobierno corporativo, Nivel 1 de Gobierno Corporativo, test de Wilcoxon.