

Um Estudo Empírico Sobre Governança Corporativa No Brasil: Reação do Mercado Acionário Ao Nível 1 da Bovespa

Gloria Maria Baptistella Comerlato

Paulo Renato Soares Terra

Luiz Otávio Braga

Resumo:

Motivado pelas novas práticas de governança corporativa, a Bovespa resolveu adotar um mercado conduzido por regras de listagem diferenciadas, aos moldes do já adotado na Alemanha (Neuer Markt), e seguidos pela França (Nouvel Marché), Inglaterra (TechMark) e Itália (Nuovo Mercato), intitulado no Brasil de Novo Mercado e Níveis de Governança Corporativa I e II. Esta modelagem parece estar afinada com os interesses dos investidores e aceita por grande parte do empresariado. Este estudo procurou verificar, através de um estudo de evento, se houve uma reação positiva do mercado de capitais brasileiro à adesão de empresas de capital aberto ao Nível 1 das novas práticas de governança corporativa propostas pela Bolsa de Valores de São Paulo. De acordo com o estudo de evento conduzido nesse trabalho, a reação do mercado de ações brasileiro à adesão formal de dez empresas ao Nível I foi em média estatisticamente insignificante. Este resultado pode indicar que o mercado brasileiro não reconhece as novas regras de governança corporativas como suficientes para causar um efeito significativo nos retornos das ações dessas empresas, apesar de haver indícios de que a avaliação do mercado com relação à estas novas práticas é, em princípio, positiva. Outrossim, é possível que a informação referente ao compromisso firme dessas empresas em aderir às novas regras de governança tenham sido absorvidas pelos participantes do mercado de capitais em um período antecedente à janela de evento utilizada nesse estudo.

Área temática: Custos da Responsabilidade Social

**UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO
BRASIL: REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO AO NÍVEL 1 DA BOVESPA**

Prof^a. Ms. Gloria Maria Baptistella Comerlato

Prof. Ms. Paulo Renato Soares Terra

Prof. Ms. Luiz Otávio Braga

Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Avenida Unisinos 950, São Leopoldo – RS – 93022-000

Telefone: (51) 590-3333 ramal 1581

e-mail: globc@terra.com.br

Professora Assistente do Curso de Graduação em Ciências Contábeis

Área Temática: Custos da Responsabilidade Social

UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO AO NÍVEL 1 DA BOVESPA

Resumo: Motivado pelas novas práticas de governança corporativa, a Bovespa adotou um mercado conduzido por regras de listagem diferenciadas, aos moldes do já adotado na Alemanha (Neuer Markt), e seguidos pela França (Nouvel Marché), Inglaterra (TechMark) e Itália (Nuovo Mercato), intitulado no Brasil de Novo Mercado e Níveis de Governança Corporativa I e II. Esta modelagem parece estar afinada com os interesses dos investidores e aceita por grande parte do empresariado.

Este estudo procurou verificar, através de um estudo de evento, se houve uma reação positiva do mercado de capitais brasileiro à adesão de empresas de capital aberto ao Nível 1 das novas práticas de governança corporativa propostas pela Bolsa de Valores de São Paulo. De acordo com o estudo de evento conduzido nesse trabalho, a reação do mercado de ações brasileiro à adesão formal de dez empresas ao Nível I foi em média estatisticamente insignificante.

Este resultado pode indicar que o mercado brasileiro não reconhece as novas regras de governança corporativas como suficientes para causar um efeito significativo nos retornos das ações dessas empresas, apesar de haver indícios de que a avaliação do mercado com relação a estas novas práticas é, em princípio, positiva.

Outrossim, é possível que as informações, referente ao compromisso firme dessas empresas em aderir às novas regras de governança, tenham sido absorvidas pelos participantes do mercado de capitais em um período antecedente à janela de evento utilizada nesse estudo.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Bovespa, Novo Mercado.

Área Temática: Custos da Responsabilidade Social

UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: REAÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO AO NÍVEL 1 DA BOVESPA

INTRODUÇÃO

Tem se observado que na maioria dos países que contam com um mercado de capitais expressivo, os investidores, tanto os chamados individuais e principalmente os institucionais, têm se mostrado mais exigentes quanto ao fornecimento pelas empresas de informações relevantes, em um tempo mais rápido e de forma que todos possam ter acesso. Outro fator observado é que nos últimos anos os acionistas minoritários tem buscado uma maior participação na gestão empresarial, e um tratamento mais igualitário, ou seja, dispõem de mecanismos que protejam seus investimentos em relação ao majoritário, aumentando a sua confiança como investidor e reduzindo o risco do seu investimento.

O conjunto de princípios que permitem aos acionistas participarem da administração estratégia da empresa e a monitoração dos atos da diretoria, significa hoje o que nós chamamos de governança corporativa.

Para Espíndola (2000), altos níveis de transparência por parte das empresas de capital aberto são cada vez mais necessários para atrair o capital do mercado, isto é, para atrair este capital é preciso, cada vez mais, que as empresas prestem um nível melhor de informação e transparência, pois somente a capacidade empresarial e a performance não são suficientes.

Apesar de todo o esforço da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ainda existem informações aparentemente relevantes que não estão especificadas na lei¹ como tais, ou seja, objeto de divulgação obrigatória. Este fato acaba gerando impasses que muitas vezes levam o acionista minoritário a exigir uma solução legal.

A legislação brasileira tem sofrido grandes alterações visando contribuir com um mercado de capitais que transmita confiança e segurança aos investidores. Um exemplo destas mudanças podemos verificar na aprovação da reforma na lei que regula a sociedade por ações, que acentuou seu cunho de proteção ao acionista minoritário.

A nova legislação traz regras importantes para coibir práticas não equitativas, mas, nesses casos, tanto a fiscalização como a apuração de irregularidades têm grande importância e exigiriam uma estrutura maior e mais complexa para o órgão regulador, pois nem tudo depende de boa vontade, conforme comenta Andrezo (1999). Há limitações de ordem material e física.

Segundo Ortiz (1999), são muitas as queixas dos minoritários compartilhadas pelos analistas. Entre as principais está a omissão de informações ou a divulgação de informações distorcidas. Sobre o mesmo problema, podemos verificar a posição de Darrough (1995), que construiu a hipótese de que os administradores, por possuírem motivações para revelar ou esconder informações, agem como estrategistas no que se refere ao *disclosure*, escolhendo políticas ótimas de divulgação de informações para suas companhias. Tanto para Darrough (op.cit.) como para Holland & Stoner (1996), a principal motivação para que as informações sejam divulgadas voluntariamente é o fato de que tanto quem atua nos mercados financeiros, como aqueles que simplesmente são externos à uma determinada corporação, são conscientes de que estão em desvantagem em relação aos *insiders*, que dirigem a companhia.

Motivado pelas novas práticas de governança corporativa, afinadas com os interesses dos acionistas minoritários e aceitas por grande parte do empresariado, e por

¹ Leis 6.385/76, 6.404/76, 9.457/97 e regulamentação oriunda da CVM.

mostrarem-se de adoção quase obrigatória por exigência dos investidores, a Bovespa resolveu adotar um mercado conduzido por regras de listagem diferenciadas, aos moldes do já adotado na Alemanha (Neuer Markt), e seguidos pela França (Nouvel Marché), Inglaterra (TechMark) e Itália (Nuovo Mercato), intitulado no Brasil de Novo Mercado e os Níveis I e II das novas práticas de governança corporativa. Ortiz (2001).

Este estudo procurou verificar, através de um estudo de evento, se houve uma reação positiva do mercado de capitais brasileiro à adesão de empresas de capital aberto ao Nível I. Na primeira parte introduzimos o trabalho; na segunda parte comentamos o esforço da CVM em normatizar e modernizar a legislação vigente sobre as informações relevantes, e definimos o modelo do Nível I introduzido pela Bovespa em um esforço de complementar a legislação vigente; na terceira parte especificamos a amostra, as variáveis e a coleta de dados; na quarta parte definimos a metodologia adotada neste estudo; em seguida, apresentamos os resultados e, finalmente, chegamos nas conclusões e bibliografia utilizada neste trabalho.

A LEGISLAÇÃO E O NÍVEL I

A legislação brasileira através da Instrução CVM nº 31, de 08 de fevereiro de 1984 que dispunha acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, veio com a finalidade de disciplinar a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários. Todavia, em decorrência da evolução do mercado de capitais, o controle sobre o processo de formação dos preços dos valores mobiliários se acentuou tornando-se bem mais exigente quanto ao tratamento de divulgação das informações. Ou seja, passou a exigir uma maior transparência, muito comum nas chamadas práticas equitativas de mercado.

Sensível às novas práticas e às exigências do mercado, a CVM substituiu a Instrução CVM nº 31/84, pela recentíssima Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, que trouxe importantes alterações já há algum tempo reivindicadas pelo mercado.

Dentre as modificações mais importantes podemos citar: a previsão de seu âmbito e finalidade, que de forma mais minuciosa que a anterior estabelece ser o seu fim regular a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante; e a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do Conselho de Administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária; e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

Outra evolução da nova Instrução é quanto a definição do que seja ato ou fato relevante. A instrução anterior considerava relevante qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que pudessem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, ou na decisão dos investidores em negociarem ou exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia. A Instrução atual amplia tal definição, considerando relevante além das previsões anteriormente referidas, também a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionista controlador ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios, que da mesma forma possam influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles

valores ou, ainda na decisão dos investidores de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Na sua maioria os atos ou fatos antes considerados potencialmente relevantes foram confirmados, porém, alguns sofreram alterações nas suas redações para se tornarem mais claros e abrangentes. Porém, o maior destaque está no acréscimo de atos ou fatos potencialmente relevantes. Percebe-se que, com as alterações nas redações de alguns atos ou fatos anteriormente previstos, considerados potencialmente relevantes e o acréscimo de outros tantos o regramento caminha no sentido de uma maior transparência no mercado de capitais, sobretudo, disciplinando o momento da divulgação daquelas informações potencialmente capazes de influenciar a cotação das ações e, por consequência, de grande interesse para que o investidor possa direcionar ou modificar suas posições de investimento, buscando evitar prejuízos e alcançar a rentabilidade desejada.

Estabelece, ainda, a forma de sua veiculação, sendo previsto inclusive a divulgação através da rede mundial de computadores – internet – onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores. Acrescenta também, que a divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, mesmo quando resumida, deve ser feita de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

A nova Instrução amplia o leque daqueles que devem guardar sigilo indicando também, aqueles que ocupam funções em qualquer órgão com funções técnicas ou consultivas e ou empregados da companhia. Vai além, estabelecendo que todos aqueles que têm o dever de guardar sigilo, devem também zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

A nova Instrução estabelece regras próprias e direcionadas quanto a divulgação de informações em caso de ofertas públicas e na alienação de controle, o que não era previsto anteriormente.

Também trata com maior detalhamento a divulgação de informações sobre negociações de administradores e pessoas ligadas, devendo os mesmos comunicarem à CVM, à companhia e, se for o caso, à bolsa de valores e a entidade do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação: a quantidade, as características e a forma de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão e das sociedades controladas ou controladoras, que sejam companhia abertas, ou a eles referenciados, de que sejam titulares, bem como, as alterações em suas posições. A legislação estabelece inclusive quais são as informações mínimas que devem constar na comunicação.

Seguindo o mesmo caminho na busca da transparência e da proteção dos investidores no mercado de capitais, a Instrução exige a divulgação de informações sobre a aquisição e alienação de participação acionária relevante, e sobre negociações de controladores e acionistas, bem como, estabelece regras visando a regular vedações às negociações ocorridas antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia.

Prevê, ainda, o estabelecimento de regras concernentes à política de negociações das ações de emissão da própria companhia por ela própria, seus acionistas, controladores, diretos e indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

Concluindo esta rápida referência sobre as principais inovações trazidas pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, é importante referir-se seu longo

processo de elaboração que contou com uma ampla participação dos operadores do mercado de capitais e do público em geral, pois permaneceu por um longo período de tempo em audiência pública, verifica-se ter a mesma contemplado somente parte dos anseios almejados pelo mercado, no entanto, se devidamente observada, certamente contribuirá em muito para um maior desenvolvimento do mercado de capitais.

Na mesma linha inovadora e de forma precursora aos avanços obtidos pela CVM, a Bovespa desenvolveu uma nova modalidade para companhias abertas, chamada de Níveis de Governança Corporativa, com o intuito de estimular e desenvolver as práticas de governança corporativa. O objetivo é criar um ambiente mais adequado para que as empresas possam, a partir de melhores práticas de governança corporativa e maior transparência de informações, proporcionar maior segurança aos investidores e, conseqüentemente, reduzir seus custos de captação de recursos.

A própria Bovespa (2001), quando do lançamento do Novo Mercado e dos Níveis I e II, definiu o que deve entender-se por governança corporativa, ou seja, pode ser definida como o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas, através da adoção de práticas mais justas, o que proporciona maior liquidez e melhor valorização das ações negociadas no mercado.

É importante que se refira que as empresas contratualmente adotarão um conjunto de normas de conduta, extensível aos seus administradores e controladores, consideradas importantes para uma boa valorização das ações de sua emissão.

Como principal finalidade pode-se apontar a necessidade de fortalecer o mercado de capitais no Brasil, remediando o atual receio dos investidores em investir em companhias abertas, em virtude da pouca transparência em relação aos atos praticados pelos administradores e controladores das companhias.

As empresas focalizadas pelo Novo Mercado são aquelas que desejem e possam submeter-se a implementar as boas práticas de governança corporativa fixadas no Regulamento de Listagem, e pretendam abrir o seu capital, mediante uma distribuição pública mínima de dez milhões de reais, ou em caso de já serem listadas na Bovespa, deverão emitir apenas ações ordinárias, ou que possam, no caso de existência de ações preferenciais, convertê-las em ações ordinárias.

Para ingressar no Novo Mercado e nos Níveis I e II, é necessária a assinatura do contrato de participação no mesmo, tendo a companhia, seus controladores, administradores e a Bovespa como partes. Com o contrato firmado as partes comprometem-se em observar o Regulamento de listagem do Novo Mercado, além de obrigar-se a compor qualquer litígio, na Câmara de Arbitragem do Mercado.

As companhias chamadas Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária².

Espera-se que a decisão das empresas em listarem-se no Novo Mercado e nos Níveis I e II, favoreça em muito a imagem institucional, a maior demanda e valorização de suas ações e um menor custo de capital.

AMOSTRA, DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS E COLETA DE DADOS

² De acordo com o guia da Bovespa (2001), as principais práticas agrupadas no Nível 1 são: manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de 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*; de um calendário anual de eventos corporativos.

Este estudo examinou dez companhias brasileiras de capital aberto que aderiram, em 26 de junho de 2001, ao Nível 1 das práticas de governança corporativa proposto pela Bovespa. Todas estas companhias estão listadas na bolsa de valores de São Paulo. Para análise dos dados foi utilizado o banco de dados da Economática®. Originalmente, as empresas eram em número de quinze, mas decidimos excluir as empresas *holdings* desta análise para que não houvesse sobreposição de resultados.

As dez empresas que compõem a amostra deste estudo são: Banco Bradesco S.A., Gerdau S.A., Globo Cabo S.A., Banco Itaú S.A., Perdigão S.A., Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A., Randon Participações S.A., Varig S.A., Sadia S.A. e Weg S.A.

Para a análise dos dados utilizamos as ações preferenciais. Primeiro por serem estes os maiores beneficiários com a adesão ao Nível 1 das suas companhias; segundo, por as preferenciais que apresentam negociações mais constantes e contínuas no período de apuração determinado.

Os retornos das ações foram calculados da seguinte forma:

$$R_{it} = \log(P_{it}/P_{it-1})$$

Onde R_{it} representa o retorno da ação i no dia t , e P_{it} é o preço nominal de fechamento da ação i no dia t em moeda corrente nacional.

O primeiro passo é estabelecer os critérios para medir o desempenho acionário anormal. Neste estudo, escolhemos para medir os retornos anormais o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Reconhecemos que a maior parte da literatura neste campo prefere usar o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado baseado no modelo de precificação de ativos de capital (*Capital Assets Pricing Model* – CAPM) e, em função disso, assim procedemos. A variável de interesse neste estudo é o retorno ajustado ao risco e ao mercado (AR_{it} – simplesmente “retorno ajustado” daqui para a frente), isto é:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | R_{mt}) = R_{it} - [\alpha + \beta \times (R_{mt} - R_{ft})] = \varepsilon_{it}$$

Onde R_{it} foi definido acima e R_{mt} representa o retorno da carteira de mercado no dia t . Utilizamos o retorno sobre o índice da bolsa de valores de São Paulo (Ibovespa) para representar o retorno de mercado. R_{ft} representa a taxa de juros livre de risco, α e β são os coeficientes estimados para um período de 170 dias anteriores à janela pré-evento, e ε_{it} é o resíduo da regressão do retorno da ação sobre o retorno excedente do mercado. O coeficiente β foi calculado utilizando-se a função interna “beta” do sistema Economática®. Apesar desta especificação ter sido adotada neste estudo, outros indicadores poderiam ter sido utilizados, como por exemplo o simples retorno excedente da ação sobre o retorno de mercado. Brown & Warner (1985), por exemplo, sugerem que o poder das estatísticas de teste derivadas de modelos mais simples não é muito diferente de medidas mais complexas.

Também utilizamos o conceito de retorno ajustado estandardizado (SAR_{it}), isto é:

$$SAR_{it} = (R_{it} - R_{mt}) \times (\sigma_i)^{-1} = AR_{it} \times (\sigma_i)^{-1}$$

Onde σ_i é o cálculo do desvio padrão de AR_{it} . Brown & Warner (1980) observam que o cálculo do desvio-padrão dos retornos é uma forma de evitar a dependência transversal (*cross-sectional*) que pode estar presente nas séries de retornos ajustados. Também, é um modo para assegurar que cada retorno ajustado tenha a mesma variância.

Finalmente, foram calculados os retornos ajustados acumulados ($CAR_{it1,t2}$) e os retornos ajustados estandardizados cumulativos ($CSAR_{it1,t2}$) para cada ação entre dois dias quaisquer t_1 e t_2 , pelas fórmulas dadas a seguir:

$$CAR_{it1,t2} = \sum_{t \in [t1,t2]} (R_{it} - R_{mt})$$

e,

$$CSAR_{it1,t2} = \sum_{t \in [t1,t2]} [(R_{it} - R_{mt}) \times (\sigma_i)^{-1}]$$

Concluindo, as séries que foram geradas neste estudo são as seguintes: (1) os retornos ajustados ao risco e ao mercado (AR_{it}); (2) os retornos ajustados cumulativos ($CAR_{it1,t2}$); (3) os retornos ajustados estandardizados (SAR_{it}); e (4) os retornos ajustados cumulativos estandardizados ($CSAR_{it1,t2}$). Cada uma destas séries originaram-se das fórmulas acima citadas. A Figura 1 apresenta graficamente os retornos ajustados cumulativos ($CAR_{it1,t2}$) e os retornos ajustados cumulativos estandardizados ($CSAR_{it1,t2}$) para as dez empresas da amostra.

METODOLOGIA

A metodologia utilizada neste trabalho baseia-se no método de estudo de evento primeiramente sugerido por Fama, Fisher, Jensen & Roll, (1969) e mais adiante desenvolvido no estudo de Brown & Warner (1980, 1985). MacKinley (1997) e Binder (1998) expõem de forma detalhada tal metodologia. Em resumo, este método permite quantificar o impacto das informações divulgadas sobre o preço das ações no mercado de capitais. Neste caso, a informação é a adesão oficial ocorrida no dia 26 de junho de 2001, por parte de dez empresas de capital aberto ao Nível 1 das práticas de governança corporativa propostas pela Bovespa.

Em um estudo de evento, é crítico a definição precisa do momento em que o evento aconteceu. No caso da adesão das empresas ao nível 1 de governança corporativa realmente aconteceu em uma data definida. No entanto, a divulgação da intenção das empresas em assinarem o contrato com a Bovespa vinha sendo comunicada pelos meios de comunicação³ em momentos anteriores a data da adesão propriamente dita.

O dia da adesão oficial ao Nível 1 (26/06/01) foi considerado como dia do evento (dia 0). Foi feita a análise para três diferentes janelas de evento: de 2 dias (dia 0 e dia +1), de 7 dias (dia -5 até o dia +1) e de 11 dias (dia -5 até o dia +5), para investigar a possibilidade da reação do mercado ter sido antecipada ou retardada em relação ao dia do evento.

A janela do evento total é de 91 dias. Subdividido da seguinte forma: 60 dias na janela de pré-evento, isto é, os 60 dias de negociação antes do dia da adesão formal ao Nível 1 (do dia -60 ao dia -1); o dia da adesão propriamente dita (dia 0); e os 30 dias de negociação subsequentes (do dia +1 ao dia +30). Note que tratam-se de dias de negociação e não dias de calendário. Portanto, eles não incluem fins de semana e feriados bancários.

As variáveis descritas na seção anterior são a contribuição básica para a análise. Porém para chegarmos às conclusões finais, é necessário medidas que resumam àquelas individuais, isto é devemos agregar os resultados individuais de cada empresa para obtermos uma visão geral do fenômeno. Seguindo a metodologia descrita por Binder (1998), é possível estimar um retorno médio ajustado (AAR_t), da seguinte forma:

$$AAR_t = (1/N_t) \sum_{i \in [1, N_t]} AR_{it}$$

³ Reportagens da Gazeta Mercantil sobre o Novo Mercado: em 08/07/98: “Título imobiliário pode deslanchar”; em 26/05/00 “Vale poderá indicar governança corporativa”; em 24/08/00: “Novo Mercado poderá ter 25 empresas”; em 28/09/00: “Nova bolsa fica pronta em novembro”; em 11/12/00 “Mobius quer proteção ao minoritário”; em 19/06/01: “Brasil está atrás em governança corporativa”; em 21/06/01: “Bovespa tem 14 ações confirmadas para Nível 1”; em 26/06/01: “Companhias abertas hesitam em dividir o poder”; em 26/06/01: “Tem início hoje o Novo Mercado”, “Novo IGC acompanha Ibovespa e cai 0,79%,” e “Modelo Transparente”.

Também, é de interesse medir o efeito cumulativo. Para este cálculo utilizamos a fórmula descrita abaixo, sendo esta medida calculada entre os dias $t = t_1$ e $t = t_2$:

$$CAAR_{t1,t2} = \sum_{t \in [t1,t2]} AAR_t$$

Além de calcular a magnitude dos retornos médios e os retornos cumulativos, também temos o interesse em testar hipóteses sobre o significado de tal cálculo. Uma maneira direta é utilizar o tradicional teste-t⁴. O desvio padrão de AAR_t é determinado por:

$$\sigma(AAR_t) = (1/N_t)^{1/2} \times \sigma(AR_{it})$$

Onde $\sigma(AR_{it})$ é a estimativa transversal (*cross-sectional*) do desvio-padrão do retorno da ação i no dia t . A estatística-t para a hipótese nula de que o retorno médio do dia t é igual a zero é determinada por:

$$\theta_t = AAR_t / \sigma(AAR_t)$$

De forma similar, os retornos cumulativos entre o dia t_1 e o dia t_2 (que representam o dia inicial e final da janela de evento) podem ser testados calculando-se o desvio-padrão e então estimando a estatística-t:

$$\sigma(CAAR_{t1,t2}) = \{ \sum_{t \in [t1,t2]} \sigma^2(AAR_t) \}^{1/2}$$

Onde $\sigma^2(AAR_t)$ é a variância transversal (*cross-sectional*) dos retornos do dia t . A estatística-t é então:

$$\theta_{t1,t2} = [1/\sigma(CAAR_{t1,t2})] \times \sum_{t \in [t1,t2]} AAR_t$$

Utilizamos os mesmos cálculos estatísticos para as medidas estandardizadas. A estatística-t para os retornos médios estandardizados é determinado por:

$$\theta_{t1,t2} = (1/N_t)^{1/2} \times \sum_{i \in [1,N_t]} SAR_{it} = (1/N_t)^{1/2} \times ASAR_t$$

E a estatística-t para os retornos médios estandardizados cumulativos entre o dia t_1 e o dia t_2 é determinada por:

$$\theta_{t1,t2} = 1/(t_2 - t_1 + 1)^{1/2} \times \sum_{t \in [t1,t2]} \sum_{i \in [1,N_t]} SAR_{it} = 1/(t_2 - t_1 + 1)^{1/2} \times \sum_{t \in [t1,t2]} ASAR_t$$

Finalmente, conduzimos um teste não-paramétrico nos retornos ajustados e nos retornos ajustados cumulativos sugerido por Brown & Warner (1980) como um meio de relaxar as premissas de distribuição implícitas nas estatísticas paramétricas⁵. O escore Z para qualquer dia t é dado por:

$$Z_t = (|p_t - 0,5| - 1/2N_t) / [0,5 \cdot (0,5)/N_t]^{1/2}$$

Onde p_t é a proporção de AR_{it} (ou CAR_{it}) no dia t que tem sinais positivos. Z_t é normalmente distribuída e seu sinal é igual ao sinal de $[p_t - 0,5]$.

RESULTADOS

Os resultados do estudo de evento estão resumidos nas Figuras 2 a 5. Pode-se observar que tanto para retornos médios ajustados como para retornos médios ajustados cumulativos e seus equivalentes estandardizados, a estatística-t e o escore Z são ambos não significativos, tanto na janela pré-evento, como no dia de adesão, como na janela pós-evento. Apesar disso, pode-se perceber que cerca de dez dias antes da data oficial de adesão os retornos médios cumulativos começam a crescer, efeito este que persiste até o dia do evento assim como ao longo de toda a janela pós-evento.

A Tabela 1 abaixo apresenta o resultado do estudo de evento para três janelas distintas: dois dias, sete dias e onze dias. Mais uma vez confirmamos os resultados anteriores, isto é, os retornos cumulativos durante essas três janelas são estatisticamente insignificantes. A variação no tamanho da janela parece irrelevante para a (in)significância dos resultados.

⁴ Para usar o teste-t, temos que assumir que os AR_{it} são independentes e normalmente distribuídos.

⁵ Brown & Warner (1980) observam que esta estatística não-paramétrica parece não rejeitar a hipótese nula com frequência suficiente, sofrendo de algum problema de especificação.

TABELA 1.

Teste de significância para os retornos cumulativos de ações das empresas do Novo Mercado para três diferentes janelas de evento. 91 observações utilizadas para estimação de cada janela de evento. Erros padrão para $CAAR_{t1,t2}$ foram calculados de acordo com Brown & Warner (1980), enquanto os erros padrão para $CASAR_{t1,t2}$ foram calculados de acordo com Dodd & Warner (1983). Estatísticas-t apresentadas em itálico, valores marginais de probabilidade entre [colchetes].

Janela de Evento:	2 Dias (0, +1)	7 Dias (-5, +1)	11 Dias (-5, +5)
--------------------------	-----------------------	------------------------	-------------------------

I. Retornos Médios Ajustados Cumulativos:

$CAAR_{t1,t2}$	0.01187	0.03801	0.03951
<i>Estatística-t</i>	<i>0.21563</i>	<i>0.48142</i>	<i>0.40843</i>
Probabilidade	[0.8298]	[0.6314]	[0.6839]

II. Retornos Médios Ajustados Cumulativos Estandarizados:

$CASAR_{t1,t2}$	0.22078	0.94544	1.25058
<i>Estatística-t</i>	<i>0.15612</i>	<i>0.35734</i>	<i>0.37706</i>
Probabilidade	[0.8763]	[0.7217]	[0.7070]

$CAAR_{t1,t2}$ = Retornos médios ajustados cumulativos entre t_1 e t_2 ;

$CASAR_{t1,t2}$ = Retornos médios ajustados cumulativos estandarizados entre t_1 e t_2 ;

Esses resultados indicam que, mesmo que o investidor brasileiro aprecie as novas regras de governança corporativa às quais essas dez empresas estavam voluntariamente aderindo oficialmente no dia 26 de junho de 2001, os retornos anormais das ações dessas empresas causados por esse evento foram, em média, estatisticamente insignificantes.

Uma possível explicação para estas conclusões estaria na própria fragilidade da metodologia de um estudo de evento. Caso a informação com respeito ao compromisso firme das companhias em aderirem ao Nível I tenha sido divulgada ao mercado em um período anterior à janela de evento utilizada nesse estudo, então – em um mercado eficiente – é de se esperar que a mera formalização de tal compromisso não consiste em informação nova e conseqüentemente seu efeito já está completamente incorporado aos preços das ações. Nessas circunstâncias, as estatísticas do estudo de evento resultariam insignificantes, como foi o caso nesse estudo. De fato, há razões para suspeitar que os participantes do mercado de capitais já antecipavam a adesão dessas empresa ao Novo Mercado. Reportagens do principal periódico diário de negócios e finanças do Brasil já vinham cobrindo a movimentação em torno do Nível I há cerca de um ano antes da data formal de adesão.

CONCLUSÕES

Nesse estudo foi conduzido um estudo de evento para investigar a reação do mercado acionário brasileiro à adesão voluntária de dez companhias abertas ao Nível I das novas práticas de governança corporativa da Bovespa. Uma revisão do atual estágio da lei demonstrando o esforço da CVM em modernizar as normas das práticas de

governança corporativa se fez necessário uma vez que a CVM se viu pressionada pelo mercado de capitais em revisar esta questão. De certa forma confirmando a importância da iniciativa anterior da Bovespa com a proposta do modelo do Novo Mercado e dos Níveis I e II. Iniciativa esta que teve o apoio de pelo menos quinze companhias de capital aberto no momento inicial desta proposta, que assinaram o contrato de adesão ao Nível I. A atitude destas companhias foi a motivação para a realização deste estudo. Tínhamos a hipótese inicial de que o mercado reagiria, após a data da adesão oficial, de maneira a gerar retornos positivos significativos para estas companhias. A forma escolhida de testar esta hipótese foi a utilização da metodologia do estudo de evento.

De acordo com o estudo de evento conduzido nesse trabalho, a reação do mercado de ações brasileiro à adesão formal de dez empresas ao Nível I foi em média estatisticamente insignificante. Estas conclusões são robustas para três diferentes tamanhos de janela de evento, assim como para estatísticas paramétricas e não-paramétricas. Este resultado pode indicar que o mercado brasileiro não reconhece as novas regras de governança corporativas como suficientes para causar um efeito significativo nos retornos das ações dessas empresas, apesar de haver indícios de que a avaliação do mercado com relação ao Nível I é, em princípio, positiva. É possível também que as empresas que aderiram ao Nível I naquele momento sejam empresas de porte que são extensivamente analisadas pelo mercado, e com um departamento de relações com investidores bastante desenvolvido, de certa forma não necessitando um contrato formal das práticas de governança corporativas já exercidas voluntariamente por estas companhias.

Outrossim, é possível que a informação referente ao compromisso firme dessas empresas em aderir às novas regras de governança tenham sido absorvidas pelos participantes do mercado de capitais em um período antecedente à janela de evento utilizada nesse estudo. Nesse caso, um novo estudo de evento, tomando como data de evento o dia de divulgação da intenção de cada empresa em aderir ao Nível I estaria em ordem. Tal estudo contribuiria para o conhecimento acerca do efeito das novas regras de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro inclusive por permitir que se avalie as empresas em dois grupos: aquelas que manifestaram intenção de aderir ao Nível I e que efetivamente formalizaram sua adesão e aquelas que tendo manifestado a intenção de aderir, desistiram de concretizar tal iniciativa. O tradicional chamado para novas investigações sobre o fenômeno fica aqui registrado.

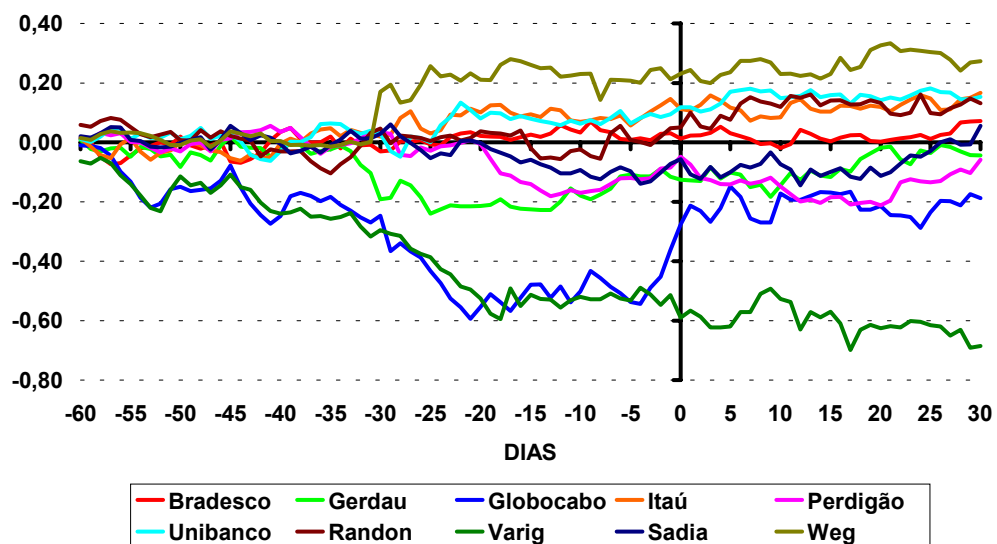
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDREZO, A. F. (1999). *A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*. Monografia vencedora de concurso promovido pela CVM.
- BINDER, J. J. (1998). "The Event Study Methodology Since 1969". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 11, n°2, pp.: 111-137.
- BOVESPA, Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (2001). *Guia Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*.
- BROWN, S. J. & J. B. WARNER (1980). "Measuring Security Price Performance". *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp.: 205-258.
- BROWN, S. J. & J. B. WARNER (1985). "Using Daily Returns: the Case of Event Studies". *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp.: 3-31.
- DARROUGH, M. N. (1995). "Discussion of Disclosure of Prediction Information in a Duopoly". *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n°2. Spring, pp.: 861-872.
- DODD, P. & J. B. WARNER (1983). "On Corporate Governance: a Study of Proxy Contests". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp.: 401-438.

- ESPÍNDOLA, S. (2000). “IBRI – Informações Voluntárias”. *Revista ABAMEC*. Rio de Janeiro: Fev., pp.: 07.
- FAMA, E., L. FISHER, M. C. JENSEN & R. ROLL (1969). “The Adjustment of Stock Prices to New Information”. *International Economic Review*, vol. 10, pp.: 1-21.
- HOLLAND, J. & G. STONER (1996). “Dissemination of Price-Sensitive Information and Management of Voluntary Corporate Disclosure”. *Accounting and Business Research*, vol. 26, n°4, Autumn, pp.: 295-313.
- MACKINLEY, A. C. (1997). “Event Studies in Economics and Finance”. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp.: 13-39.
- ORTIZ, E. A. (1999). “Minoritários Querem Mais Respeito a Seus Direitos”. *Revista Mercado de Capitais – ABAMEC – SP*, n°78, pp.: 12-13.

FIGURA 1.

Retornos Ajustados Cumulativos (CART)



Retornos Ajustados Cumulativos Estandarizados (CSARt)

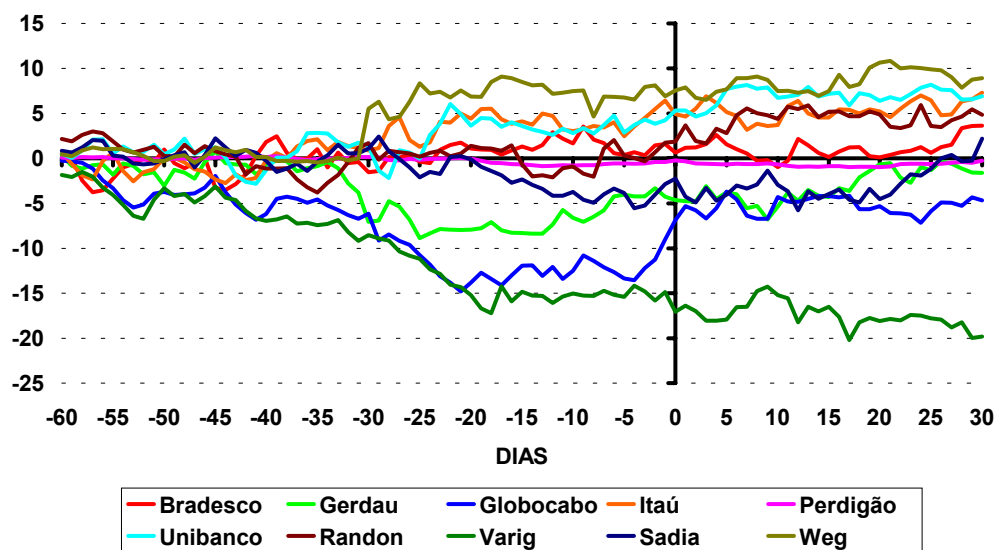


FIGURA 2.

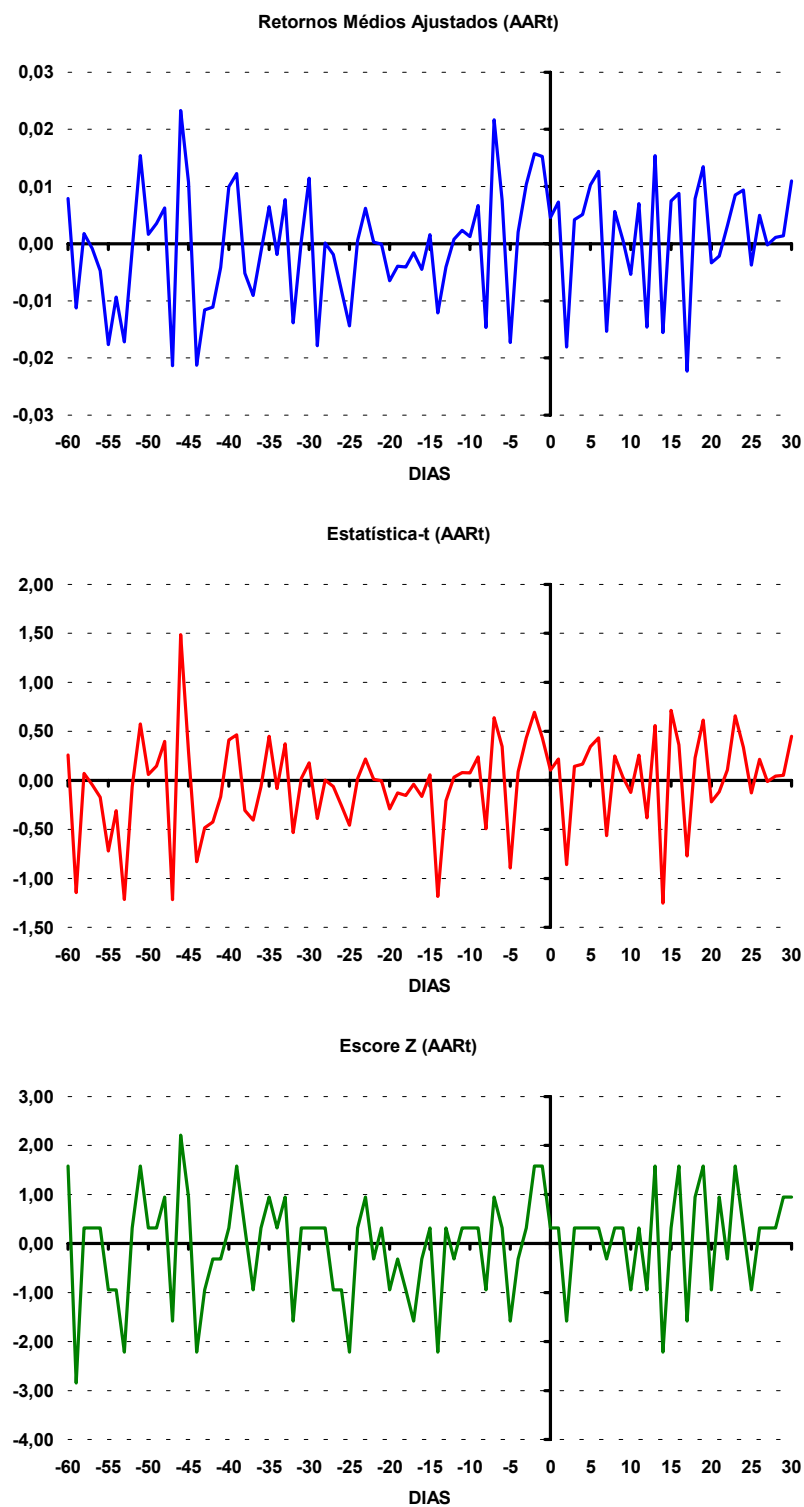


FIGURA 3.

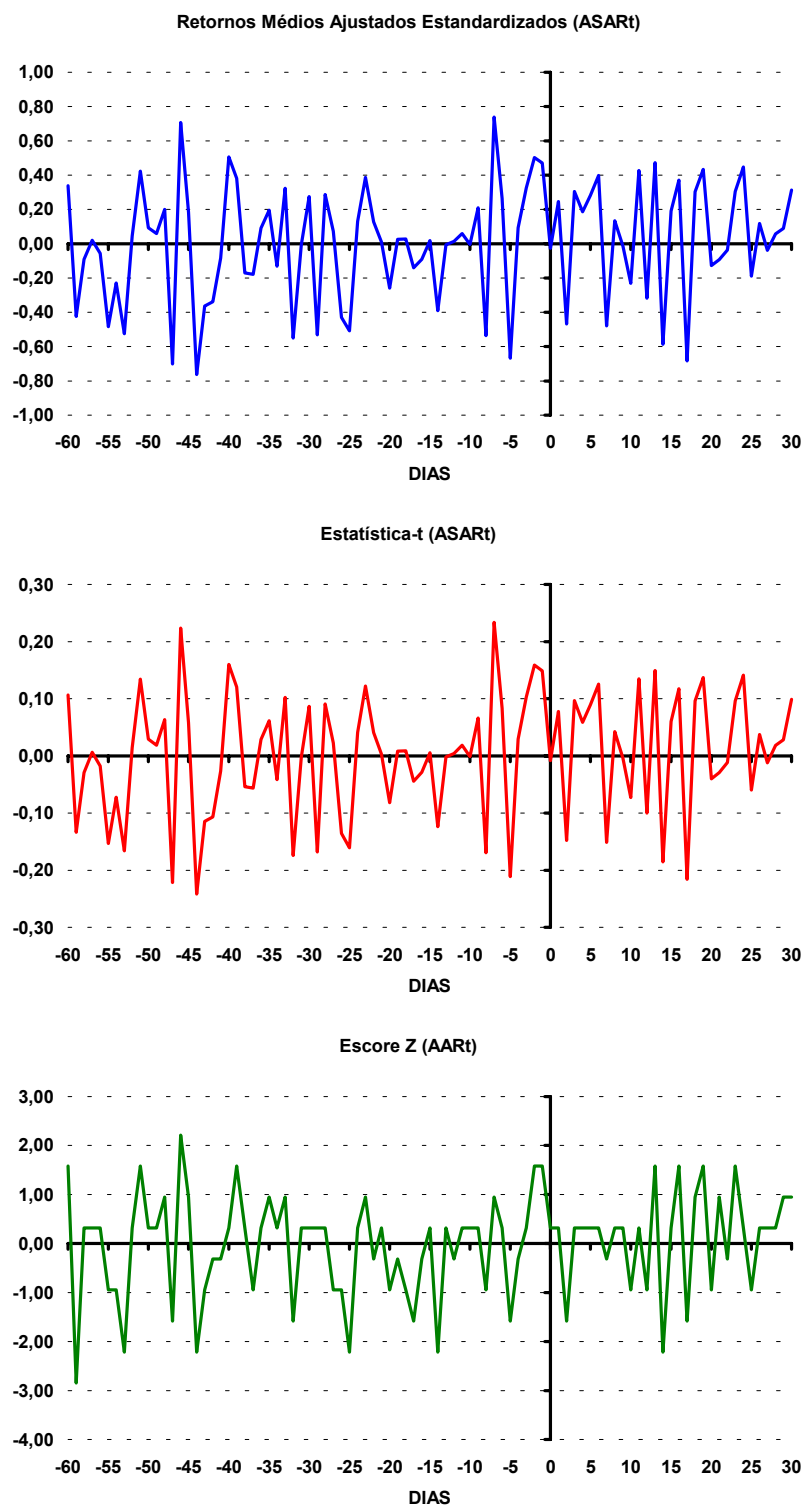


FIGURA 4.

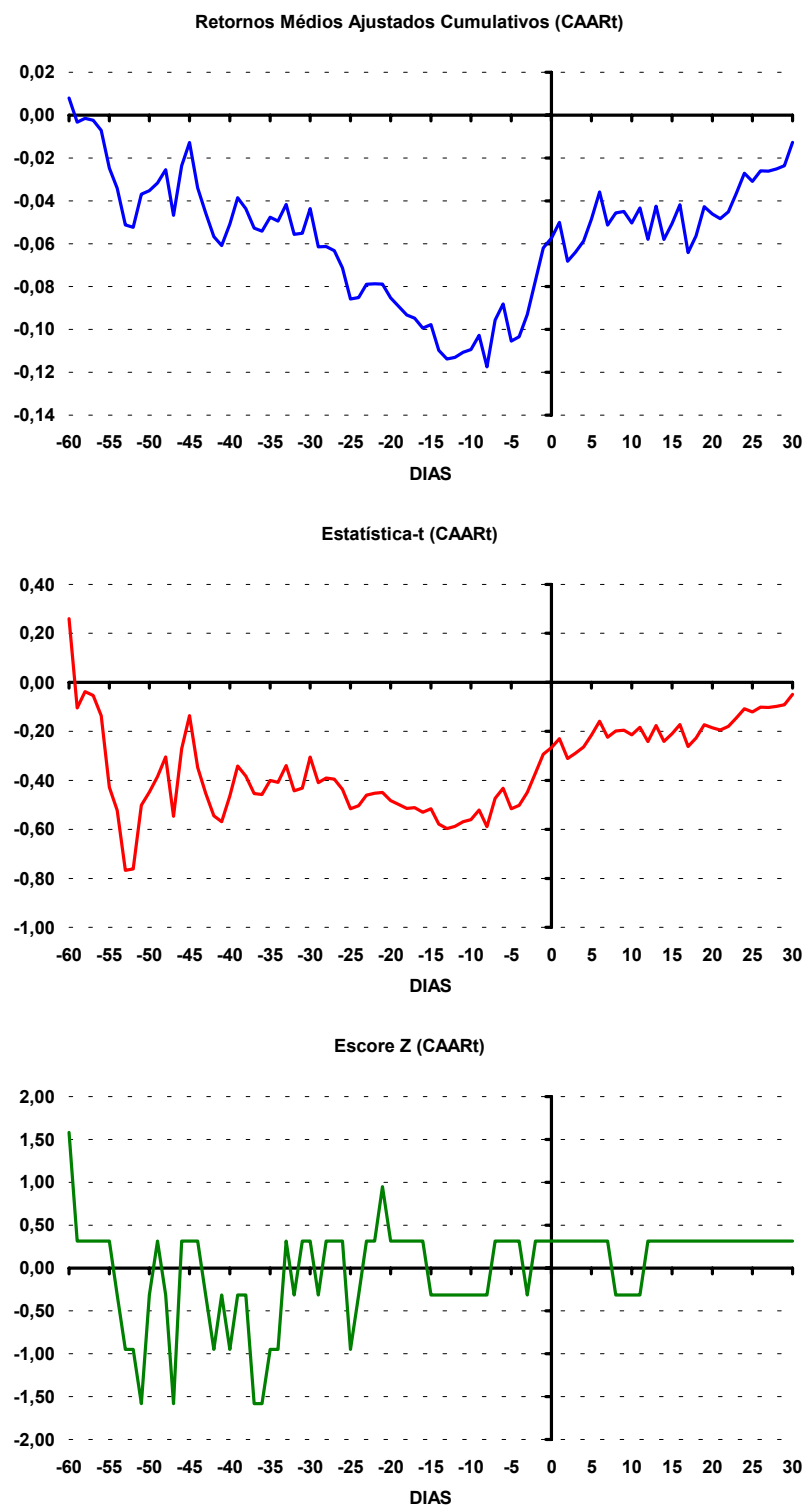


FIGURA 5.

