



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DA PARAÍBA
CAMPUS I – CAMPINA GRANDE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

AUSIVAR DE LIMA

**ANÁLISE EMPÍRICA DO IMPACTO DA ADESÃO AO NÍVEL DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DIFERENCIADA – NÍVEL 1 (IGC N1) SOBRE O VALOR DAS
AÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS.**

**Campina Grande – PB
2014**

AUSIVAR DE LIMA

**ANÁLISE EMPÍRICA DO IMPACTO DA ADESÃO AO NÍVEL DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DIFERENCIADA – NÍVEL 1 (IGC N1) SOBRE O VALOR DAS
AÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS.**

Trabalho de Conclusão de Curso - TCC apresentado ao Departamento do Curso de Ciências Contábeis, da Universidade Estadual da Paraíba, como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

**Campina Grande – PB
2014**

É expressamente proibida a comercialização deste documento, tanto na forma impressa como eletrônica. Sua reprodução total ou parcial é permitida exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, desde que na reprodução figure a identificação do autor, título, instituição e ano da dissertação.

L732a Lima, Ausivar de
Análise empírica do impacto da adesão ao nível de governança corporativa diferenciada – nível 1 (IGC N1) sobre o valor das ações do de capitais [manuscrito] / Ausivar de Lima. - 2014.
18 p.

Digitado.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Estadual da Paraíba, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, 2014.
"Orientação: Prof. Me. André Luiz de Souza, Departamento de Contabilidade".

1. Estudo de evento. 2. Governança corporativa 3. Índice de governança corporativa diferenciada. I. Título.
21. ed. CDD 658.4

AUSIVAR DE LIMA

ANÁLISE EMPÍRICA DO IMPACTO DA ADESÃO AO NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADA – NÍVEL 1 (IGC N1) SOBRE O VALOR DAS AÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS.

Este Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, sendo aprovado em sua forma final.

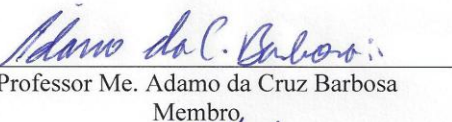


Professor Me. José Elinton Cruz de Menezes
Coordenador do Trabalho de Conclusão de Curso

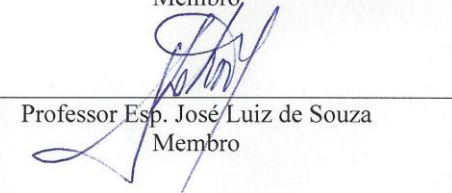
Professores que compuseram a banca:



Professor Me. André Luiz de Souza
Orientador



Professor Me. Adamo da Cruz Barbosa
Membro



Professor Esp. José Luiz de Souza
Membro

Campina Grande – PB, 25 de Novembro de 2014

RESUMO

LIMA, Ausivar de. **Análise Empírica do Impacto da Adesão ao Nível de Governança Corporativa Diferenciada – Nível 1 (IGC N1) Sobre o Valor das Ações no Mercado de Capitais: um estudo exploratório..** 2014. 19 folhas. Trabalho de conclusão de curso – Curso de Ciências Contábeis, Universidade Estadual da Paraíba, **Campina Grande, 2014.**

Este artigo tem por objetivo averiguar qual o impacto provocado pela adesão ao Índice de Governança Corporativa Diferenciada – IGC-N1 sobre o valor das ações na BM&FBOVESPA. O presente estudo classifica-se como descritivo. Em relação aos procedimentos técnicos, classifica-se como bibliográfica e *ex-post-facto*. Para investigação do impacto da adesão ao IGC N1 sobre o valor das ações, utilizou-se a metodologia de estudo de evento e, para cálculo dos retornos anormais o modelo de retornos ajustado ao mercado. A amostra abrangeu sete empresas listadas na BM&FBOVESPA que aderiram ao IGC-N1 e, simultaneamente, façam parte do IbrX-50 (de modo que apenas as ações mais líquidas constaram na amostra). Em seguida, foi analisado o comportamento dos retornos anormais durante os 90 dias anteriores e posteriores à adesão dessas empresas ao IGC-N1, ocorrida entre 2001 e 2012. Verificou-se que a média de retornos anormais no período anterior à adesão ao IGC-N1 não é estatisticamente diferente da média dos retornos após a adesão ao referido índice, o que indica que provavelmente a adesão ao IGC-N1 não produz impactos sobre o valor das ações.

Palavras-chave: Estudo de Evento. Governança Corporativa. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

1 INTRODUÇÃO

Entre os séculos XX e XXI, a gestão das empresas passou por uma grande mudança, onde a gestão e o controle, antes, de responsabilidade de alguns indivíduos ou famílias, passaram a ser administrados por pessoas conhecidas como acionistas (Conselho de Administração em uma S.A). Isto porque o capital da empresa foi dividido em ações (o menor pedaço do capital), e estas, negociadas através de ofertas em bolsas de valores.

No período pós Segunda Guerra Mundial (a partir de 1945), a estrutura de propriedade dispersa, com ações negociadas em bolsas de valores, se tornava cada vez mais comum na economia dos Estados Unidos, e, lentamente, foi tornando-se usual também em outros países.

No contexto dessa mudança, onde não necessariamente a propriedade e a gestão estariam atreladas a uma mesma pessoa e/ou grupo, começaram a surgir conflitos entre os interesses da empresa, representados pelos *stockholders* (acionistas/sócios), e dos *stakeholders* (executivos/funcionários) responsáveis pela sua gestão.

Para Silveira (2004), o principal foco da alta gestão nas organizações é a Governança Corporativa (GC), sobretudo após os fatos ocorridos desde a década passada, no mercado de capitais norte-americano, envolvendo as empresas Eron, Worldcom, Xerox, entre outros.

Segundo Bianchi (2009), empresas e países começaram a perceber a necessidade de um conjunto de regras que oferecesse justiça e confiabilidade às suas operações. Com isso,

foram criadas leis de proteção aos acionistas; conselhos de administração mais preparados; maior transparência nas informações, bem como a necessidade de serviços de auditoria independentes.

Nesse cenário, o tema GC começa a ganhar destaque, como forma de proteção aos acionistas, em especial, aos acionistas minoritários. Para o IBGC (2014), GC significa:

[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

ABolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa S.A.) criou um conjunto de índices específicos para empresas que se comprometeram a adotar níveis de GC diferenciada. Os índices da BM&FBOVESPA são indicadores de desempenho de um conjunto de ações, ou seja, mostram a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo(BM&FBOVESPA, 2014).

A partir daí, pesquisas relacionando GC, cotação de ações e outras variáveis foram desenvolvidas ao longo dos últimos anos na área de Contabilidade e Finanças, como exemplo:Silveira (2002); Aguiar, Corrar e Batistella (2004);Batistella et. al (2004); Costa e Camargos (2006).

Em que pese o presente estudo analisar a relação entre GC e cotação de ação, ressalte-se aqui, que o enfoque dado por pesquisas anteriores ao temadifere do enfoque abordado por este estudo em relação ao problema.No entanto, a técnica utilizada na resolução deste (Estudo de Eventos) foi utilizada em pesquisas dessa natureza com algumas variações típicas da citada técnica.

Diante desse contexto, levanta-se a seguinte questão de pesquisa: ***Qual o impacto provocado pela adesão das empresas ao Nível de Governança Corporativa Diferenciado-N 1 (IGC N1) sobre o valor das ações no Mercado de Capitais?*** O estudo tem como objetivo geral averiguar qual o impacto provocado pela adesão das empresas ao Nível de Governança Corporativa Diferenciada – N 1(IGC N1) sobre o valor das ações no Mercado de Capitais. Com o intuito de responder a esta pergunta, a pesquisa analisou as cotações de ações de empresas com maior liquidez na BM&FBOVESPA dentre aquelas que aderiram ao índice de governança corporativa nível 1 – IGC N1.

A análise abrangeu uma amostra de sete empresas, que aderiram ao IGC N1 entre 2001 e 2012, e que participam, concomitantemente, ao índice IBrX-50 (que mede as cinquenta ações mais líquidas da BM&FBOVESPA), no período de noventa dias antes e após

à adesão da empresa ao IGC N1. Comparou-se os retornos anormais dessas ações com a *proxy* de mercado IBOVESPA (índice).

O estudo se justifica pela necessidade de demonstrar se a adesão das empresas ao IGC N1, que apresenta a exigência de controles mais sofisticados, a fim de oferecer maior segurança aos *stockholders*, implica em criação de riqueza para as empresas. Espera-se que o trabalho possa servir de base para novos estudos e pesquisas mais detalhadas sobre o tema proposto.

O presente artigo está estruturado em cinco seções, iniciando com esta introdução. A seção dois apresenta o referencial teórico, com destaque para os índices de GC da BM&FBOVESPA. Na seção três são abordados os procedimentos metodológicos. Na quarta seção, apresentam-se os resultados da pesquisa e na quinta e última seção, as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, descreve-se a origem e o desenvolvimento da GC, bem como sua função enquanto mecanismo de proteção aos acionistas. Expõem-se os aspectos conceituais acerca dos níveis de Governança Corporativa Diferenciada (GCD) da BM&FBOVESPA, em especial o IGC-N1.

2.1 Governança Corporativa (GC)

Segundo Silveira (2002), as discussões sobre a necessidade de aprimoramento da GC vêm como resposta aos diversos registros de má gestão da empresa por parte dos gestores, comprometendo a riqueza dos acionistas.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2014),

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Conforme Nascimento, Bianchi e Terra (2007), GC é um conjunto de mecanismos que serve para monitorar a gestão e o desempenho das organizações; ou, ainda, pode ser definida como uma forma de esforço contínuo em alinhar os objetivos da alta administração aos interesses dos acionistas ou proprietários, por meio da adoção de práticas mais eficazes de monitoramento.

Segundo Bianchi *et al.* (2009), as organizações exercem, de uma forma geral, a filosofia da GC porque evidenciam maior transparência em seus negócios, na intenção de obter maior aceitação e, assim, captar possíveis recursos para investimentos.

A origem da GC ainda é muito discutida, de forma que não há um consenso sobre a data de surgimento da mesma. Segundo o IBGC(2014), o primeiro código de boas práticas apareceu em 1992, na Inglaterra, sob o nome de Relatório Cadbury. Acrescenta ainda que o mesmo surgiu como resposta a escândalos registrados nos mercados financeiro e corporativo da Inglaterra.

Ricardino e Martins(2004) afirmam que:

A procura de mecanismos de proteção dos acionistas sejam eles contra o poder dos acionistas majoritários, seja contra os agentes escolhidos para dirigir os empreendimentos em seu nome, não é uma preocupação nascida ao final do século XX.

Segundo esses autores, o estatuto da Companhia Geral de Comércio do Grão Pará e Maranhão, datado de 1754, que realizava o transporte de escravos negros para serem comercializados naquele estado, já continha elementos similares aos conceitos modernos de GC tais quais se conhecem nos dias de hoje, dentre esses, destaca-se:

- Os analistas das contas da companhia não poderão ser nomeados para as dos anos seguintes, só após seis anos que poderão analisar novamente as contas da instituição.
- Penalidades para os administradores e peritos em caso de conivência.
- Divulgação das bases de remuneração dos administradores.
- As informações preparadas no Brasil deveriam ser preparadas de forma idêntica em Portugal, para conhecimento de todos os acionistas.

Conforme explicitado, a Companhia Geral de Comércio do Grão Pará e Maranhão apesar de fundada em 1755, já apresentava em seu estatuto, datado do ano anterior, elementos similares aos conceitos modernos de Governança Corporativa, o que dá indícios de que a Governança Corporativa pode ter surgido muito antes de 1992.

2.2 Índices da BM&FBOVESPA

Para LeiteSanvicente (1995, p. 94), os índices de mercado de ações são indicadores importantes que nos auxiliam na compreensão de como os preços das ações podem refletir expectativas sobre o desempenho futuro da economia.

Conforme a BM&FBOVESPA(2014), os índices da Bolsa são indicadores de desempenho de uma carteira teórica de ações, mostrando a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo.

A BM&FBOVESPA possui diversos índices, que funcionam como um “termômetro” do mercado e podem ser divididos em grandes grupos, dentre os quais podemos destacar os Índices Amplos, Índices Setoriais, Índices de Sustentabilidade, Índices de Segmento e Índices de Governança.

Esses índices têm o objetivo de retratar o resultado uma carteira teórica de ativos, composta por ativos que atendam aos critérios estabelecidos em sua metodologia, de forma que se possa analisar o desempenho de grupos específicos de ativos (um determinado setor ou segmento, empresas sustentáveis ou empresas que adotam níveis diferenciados de governança corporativa, por exemplo).

2.2.1 Índice Bovespa (Ibovespa)

Segundo a BM&FBOVESPA (2014), o Ibovespa é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos em sua metodologia, que tem como objetivo ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Para compor o Ibovespa, faz-se necessário que os ativos atendam, de forma cumulativa, aos seguintes critérios:

- Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente do índice de negociabilidade (IN), representam em conjunto 85% (oitenta e cinco por cento) do somatório total desses indicadores.
- Estar presente em 95% (noventa e cinco por cento) dos pregões realizados no período de vigência dos 3(três) meses anteriores.
- Ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1% (zero vírgula um por cento) no período de vigência dos 3(três) meses anteriores.
- Não ser classificada como “*Penny Stock*”.

De acordo com a BMF&FBOVESPA, o índice de negociabilidade é calculado pela

seguinte fórmula: $IN = \frac{\sum_{i=1}^P \sqrt[3]{\frac{n_a}{N} \times \left(\frac{Va}{V}\right)^2}}{P}$, Onde:

IN = índice de negociabilidade.

n_a = número de negócios com o ativo a no mercado à vista (lote-padrão).

N = número total de negócios no mercado à vista da BM&FBOVESPA (lote-padrão).

V_a = volume financeiro gerado pelos negócios com o ativo a no mercado a vista (lote-padrão).

V = volume financeiro total do mercado a vista da BM&FBOVESPA (lote-padrão).

P = número total de pregões no período.

A BMF&FBOVESPA define "Penny Stock" como um ativo cuja cotação seja inferior a R\$ 1,00 (um real).

2.3 Níveis de Governança Corporativa

Segundo a BM&FBOVESPA, os Níveis de Governança Corporativa Diferenciados "[...] são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias".

Villa (2009) destaca que a criação do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA são iniciativas que contribuem para a melhoria da procura por melhores padrões de governança no Brasil.

Salmasi (2007) afirma que a maior concentração de empresas ocorre no Nível 1 de GC, onde há menores exigências para a adesão, principalmente empresas que negociam suas ações há mais tempo na BM&FBOVESPA, em média, 15 anos.

As companhias listadas no Nível 1 comprometem-se com a adoção de práticas para aumentar a transparência e facilitar aos investidores o acesso às informações. Dessa forma, além das obrigações exigidas em lei, essas empresas assumem obrigações adicionais, como:

- Manutenção em circulação de, no mínimo, uma quantidade de ações representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Exigência de informações adicionais nas ITRs (Informações Trimestrais), DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas) e IAN (Informações Anuais);
- A empresa deve realizar ao menos uma reunião pública anual para apresentação da situação econômico-financeira, projetos e perspectivas, a fim de promover maior aproximação com os investidores;
- Divulgação de acordos de acionistas e de programas de participação nos lucros;
- Elaboração de um calendário anual de eventos corporativos.

Segundo Costa e Camargos (2006), o objetivo dos níveis de governança corporativa diferenciados é proporcionar maior segurança e garantia aos investidores, a partir das

melhores práticas de governança corporativa e maior transparência das informações, reduzindo, conseqüentemente, os custos das empresas para a captação de recursos.

Conforme explicitado acima, os Níveis de Governança Corporativa Diferenciados, dentre os quais está o IGC N1, estabelecerem obrigações adicionais às empresas, buscando oferecer uma maior segurança e transparência aos acionistas.

3 METODOLOGIA

O presente estudo, em relação à sua natureza, classifica-se como descritivo. Segundo Gil(2010), a pesquisa descritiva objetiva a descrição das características de uma determinada população, e podem também ser utilizadas para a identificação de possíveis relações entre as variáveis.

Em relação aos procedimentos técnicos, esta pesquisa classifica-se como bibliográfica e ex-post-facto, que poder ser definida “como uma investigação sistemática e empírica na qual o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes, porque já ocorreram suas manifestações ou porque são intrinsecamente não manipuláveis.” (GIL, 2008, p. 54).

Na solução do problema proposto, utilizou-se de uma abordagem quantitativa, que segundo Teixeira (2005), utiliza a descrição matemática como linguagem, de forma que a linguagem matemática é usada para descrever as causas de um fenômeno, as relações entre as variáveis etc. A técnica estatística utilizada, já que se trabalha com dados quantitativos (variáveis contínuas) foi Estudo de Eventos (EV)

3.1 Estudo de Eventos

Silveira (2006) afirma que o EV consiste em analisar se existe uma reação significativa do mercado financeiro (em relação à evolução passada das cotações de ações de uma ou mais empresas) perante a ocorrência de um determinado fato que, por hipótese, poderia estar afetando seus valores de mercado.

Segundo Mackinlay(1997) a metodologia de EV tem uma longa história, sendo o trabalho de Dolley(1933) provavelmente o mais antigo a utilizar esta metodologia.

Entre a década de 1930 até a década de 1960, a metodologia passou por uma grandesofisticação, destacando-se os trabalhos de Myers e Bakay (1948), Barker(1956,1957,1958).MacKinlay(1997) acrescentaque Ball & Brown (1968) e Famaet al.(1969) introduziram a metodologia que é essencialmente utilizada nos dias de hoje.

Brinder (1998, apud SILVEIRA, 2006), explica que o estudo de eventos tem sido utilizado com duas finalidades principais: (i) testar a hipótese nula de que o mercado incorpora eficientemente as informações; e, (ii) examinar o impacto de um evento específico na riqueza dos acionistas de uma determinada empresa, mantendo a hipótese de mercado eficiente referente à informação pública.

3.2 Operacionalização – Etapas do Estudo de Eventos

Campbell, Lo e MacKinlay (1997) apresenta o estudo de eventos em sete passos, ressaltando que não há uma estrutura única para o mesmo. Os sete passos são apresentados na figura 1.

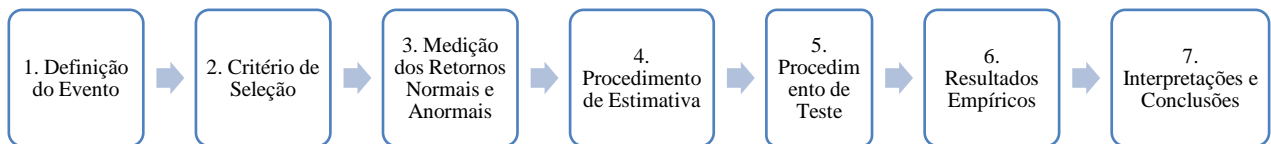


Figura 1

3.2.1. Definição do Evento

Primeiramente, deve-se definir qual o evento a ser pesquisado, delineando assim o objetivo da pesquisa. Silveira (2006), afirma que a data da ocorrência do evento é definida como “data zero” e o período no qual os preços das ações das empresas envolvidas serão examinadas, como janela de evento.

Camargos e Barbosa (2003), orienta que a janela de evento não pode ser muito extensa, sob risco englobar outros eventos, enviesando os resultados, e nem muito pequena, o que poderia fazer com que não se conseguisse captar a anormalidade nos preços.

O evento alvo desta pesquisa é a adesão de empresas ao índice de governança corporativa diferenciada nível 1 (IGC-N1), sendo adotada como “data zero” a data de adesão da empresa ao respectivo índice.

3.2.2. Critério de Seleção

As cotações das ações e o Índice Bovespa (*proxy* do retorno de mercado), foram obtidas no site da BM&FBOVESPA. Para o cálculo dos retornos, foram utilizadas as cotações de fechamento diárias. Foram selecionadas apenas ações preferenciais nominativas (PN) e classe A (PNA), em virtude de sua maior liquidez no mercado de capitais brasileiro. Variável *proxy* pode ser definida como variável utilizada para substituir outra de difícil mensuração e que se presume guardar com ela relação de pertinência (NBR 14.653).

A seleção da amostra foi obtida através de método não probabilístico por conveniência. A escolha por tal método deve-se a disponibilidade e conveniência do pesquisador (CORRAR; THEÓPHILO, 2009).

Compuseram a amostra empresas que participam concomitantemente do nível de governança corporativa diferenciada nível 1 IGC – N1 e do Índice Brasil 50 (IBrX-50), que segundo a BM&FBOVESPA “ é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BM&FBOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação”), de forma que apenas ações altamente líquidas participassem do índice. Foram utilizadas as cotações de fechamento para o cálculo dos retornos.

A pesquisa selecionou as sete empresas mais líquidas (em valores e quantidade de negócios), entre aquelas que compõem o IBrX-50 e que aderiram ao IGC-N1, excluindo da amostra empresas que ingressaram na Bolsa e, simultaneamente no IGC-N1, tendo em vista a impossibilidade de identificar possíveis impactos da adesão ao citado nível, já que não se tem histórico de cotações de ações passadas dessas empresas.

A Tabela 1 apresenta dados sobre a amostra selecionada.

Tabela 1 - Apresentação da Amostra

Empresa	Data de adesão ao IGC N1	Tipo de ação	Código da Ação	Período de Análise
BRASKEM	13/02/2003	PNA	BRKM5	03/10/2002 à 27/06/2003
ALPARGATAS	15/07/2003	PN	ALPA4	28/02/2003 à 18/11/2003
CEMIG	17/10/2001	PN	CMIG4	07/06/2001 à 05/03/2002
GERDAU	26/06/2001	PN	GGBR4	13/02/2001 à 05/11/2001
ITAUSA	26/06/2001	PN	ITSA4	13/02/2001 à 05/11/2001
KLABIN SA	10/12/2002	PN	KLBN4	07/08/2002 à 29/04/2003
OI	14/12/2012	PN	OIBR4	03/08/20012 à 02/05/2013

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do site da BM&FBovespa (<http://www.bovespa.com.br>).

3.2.3 Retornos Normais e Anormais

Avalia-se o provável impacto nos preços das ações através da ocorrência de retornos anormais, que são definidos pela diferença entre os retornos encontrados (real) e os retornos esperados. Assim, o retorno anormal de um título *i* em um período *t* é definido pela seguinte fórmula:

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Onde:

- RA_{it} = Retorno anormal para um título *i* em uma data *t*.
- R_{it} = Retorno observado para um título *i* em uma data *t*.

- $E(R_{it})$ = Retorno esperado para um título i em uma data t .

Campbell, Lo e MacKinlay(1997) apresentam duas categorias de modelos para mensuração dos retornos normais: modelos econômicos e estatísticos. Esses autores destacam que os modelos econômicos trabalham com suposições em relação ao comportamento dos investidores e não são baseados unicamente em suposições estatísticas.

Salientam, ainda, que mesmo com a utilização de modelos econômicos, é necessário adicionar pressupostos estatísticos. Desta forma, a vantagem da utilização dos modelos econômicos não está na ausência hipóteses estatísticas, mas na oportunidade para calcular medidas mais precisas do retorno normal com restrições econômicas.

Lamounier e Nogueira(2005) explicam que os modelos estatísticos fundamentam-se em premissas estatísticas que assumem os retornos como sendo, simultaneamente, multivariados, independentes e, identicamente distribuídos ao longo do tempo. Além disso, desprezam argumentos econômicos, concentrando-se apenas no comportamento dos retornos dos ativos.

Os modelos estatísticos podem ser divididos em Retornos ajustados à Média, Retornos ajustados ao Mercado e Retornos ajustados ao Risco e ao Mercado (Modelo de Mercado). Seguindo o conceito da parcimônia, esta pesquisa utilizou o método de retornos ajustados ao mercado, pois, conforme destacado por Camargos e Barbosa(2003), diversas pesquisas destacaram que não há ganhos significativos com a utilização de modelos mais sofisticados, dentre as quais Brown e Warner (1980 e 1985) e Kloeckner (1995).

Segundo Barbosa e Camargos (2003), o modelo ajustado ao mercado assume que os retornos estimados são iguais para todos os ativos, porém, os mesmos não necessariamente são constantes ao longo do tempo. Esse modelo assume também que o retorno estimado é a média ponderada do volume financeiro negociado dos retornos das ações que a compõem.

Assim, de acordo com tal modelo, os retornos anormais são definidos pela diferença entre o retorno da ação e o retorno da carteira de mercado, através da fórmula:

$$RA_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

onde R_{mt} é a média dos retornos da carteira de mercado.

No trabalho, se utiliza o Modelo de Mercado, ea forma de cálculo logarítmica, pois segundo SOARES, ROSTANGO e SOARES (2002), esta forma é a mais adequada, haja vista apresentar uma distribuição de retornos mais próxima à distribuição normal, a qual constitui um dos pressupostos de testes estatísticos paramétricos.

3.2.4 Procedimento de Estimativa

A Hipótese de criação de riqueza para os acionistas foi testada através da comparação entre os retornos anormais de períodos anteriores e posteriores ao evento (janelas). Esses períodos foram compostos pelos noventa (90) pregões anteriores e posteriores à adesão da empresa ao Nível de Governança Corporativa Diferenciada IGC – N1.

Para responder ao problema de pesquisa, foram construídas as seguintes hipóteses:

H₀: A média dos retornos anormais acumulados antes da data de adesão ao Nível de Governança Corporativa Diferenciado IGC – N1, é estatisticamente igual á média dos retornos anormais acumulados na janela posterior. ($RAA_{it(anterior)} = RAA_{it(posterior)}$).

H₁: A média dos retornos anormais acumulados antes da data de adesão ao Nível de Governança Corporativa Diferenciado IGC – N1, **não** é estatisticamente igual á média dos retornos anormais acumulados na janela posterior. ($RAA_{it(anterior)} \neq RAA_{it(posterior)}$).

Foram definidas três janelas (janela de estimação, janela de evento e janela de comparação), as quais foram denominadas janela 1, janela 2 e janela 3, respectivamente. A fim de verificar essas hipóteses, foi usado o teste T de Student para comparar as médias dos retornos anormais acumulados no período anterior (janela um) e período posterior (janela três) como critério para averiguar se o evento contribuiu para a criação de riqueza para os acionistas.

Na Tabela 2 apresentam-se as médias das janelas compostas pelo período entre o 8º e o 90º dia anterior ao evento (janela 1), pelos sete dias anteriores e posteriores ao evento (janela 2) e pelo período compreendido entre o 8º e o 90º dia posterior ao evento.

Tabela 2 - Médias das Janelas

Janela	Período	Média
1	-90 à -8	-0,00800302
2	-7 à +7	-0,02314633
3	+8 à +90	0,16472188

Fonte: Elaborada pelo Autor

3.2.5 Procedimento de teste

A Pesquisa buscou verificar se houve criação de riqueza para os acionistas após a adesão da empresa ao Nível de Governança Corporativa Diferenciado IGC – N1.

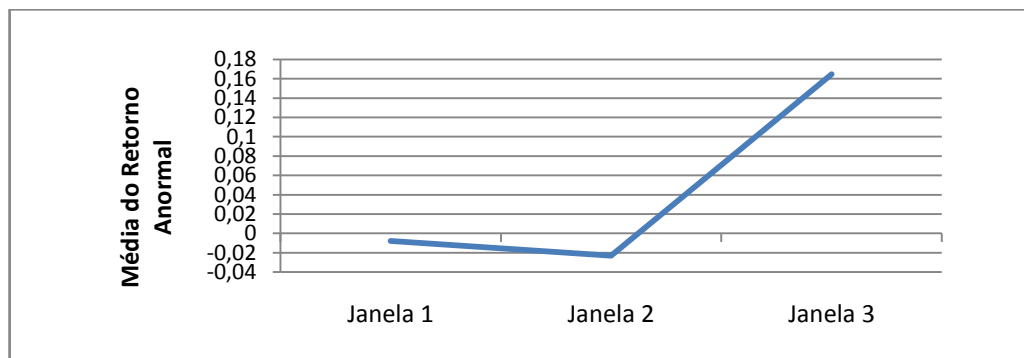
A formulação das hipóteses foi feita de forma que a sua rejeição resulte em uma menor probabilidade de erro tipo I (quando se rejeita a hipótese nula sendo esta verdadeira). No teste estatístico, foi utilizado para testar a significância dos resultados obtidos o teste t de *student*, com nível de significância de 5% ($p\text{-value} < 0,05$).

Para cálculo dos retornos normais e anormais utilizou o *software* Microsoft Excel® versão 2010, e os testes estatísticos foram efetuados utilizando-se o Statistical Package for the Social Sciences (SPSS), versão 21.0.

4 APRESENTAÇÃO DOS DADOS E ANÁLISES DOS RESULTADOS

A análise gráfica acerca da média do retorno anormal acumulado no período em análise parece indicar de que a adesão das empresas ao IGC N1 pode resultar em criação de riqueza para os acionistas. Verifica-se que as empresas participantes do IGC N1 apresentavam retornos inferiores às empresas participantes da carteira de mercado IBOVESPA antes da adesão ao IGC N1, e, após a adesão, apresentaram retornos anormais superiores ao IBOVESPA, conforme pode-se verificar no gráfico 1.

GRÁFICO 1 - Média dos Retornos Anormais das 7 empresas analisadas



A hipótese de criação de riqueza foi testada através da comparação entre a média anterior e posterior à adesão ao IGC N1 (Janelas 1 e 3). Utilizou-se o “teste t” para comparação das médias, que segundo Stevenson (1981), possui como hipóteses:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

Utilizando-se um nível de significância de $\alpha = 0,05$, rejeita-se a hipótese nula se o *p-value* é menor que o valor de α , podendo-se assim dizer que a média do grupo 1 é diferente da média do grupo 2, caso contrário, não se pode rejeitar a hipótese de estas serem iguais.

Tabela 4 - Teste de Comparação de Médias das Janelas Analisadas

Janelas	Casos	t-crítico bicaudal	P-value bicaudal	Decisão	Conclusão
1 - 3	164	1,989318557	0,130154781	Não se rejeita H_0	A média de retornos anormais acumulados da Janela 1 não é diferente da média de retornos anormais acumulados da Janela 3

Verifica-se através do valor $P >$ nível de significância de α (0,05) que, apesar de graficamente a média dos retornos da amostra após a adesão ao IGC-N1 ser superior à média anterior à adesão, não se poder rejeitar a hipótese nula (H_0), o que significa que, estatisticamente, não se pode afirmar que a adesão ao IGC-N1 incorreu em criação de riqueza para os acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa analisou os retornos anormais de uma amostra de sete empresas no período de 90 pregões antes e após à adesão da empresa ao IGC N1. Buscou-se, através da metodologia do estudo de eventos, avaliar a hipótese de criação de riqueza, ou seja, verificar se houve um aumento da cotação das ações destas empresas motivado pela adesão ao índice IGC-N1.

Utilizou-se o “Teste t” para comparar as janelas anteriores e posteriores à adesão, com o intuito de verificar se uma eventual diferença entre as médias das janelas 1 e 3(janela anterior e janela posterior ao evento, respectivamente) tem significância estatística. Caso a média da janela posterior ao evento fosse estatisticamente diferente da média anterior, aceitar-se-ia a hipótese de criação de riqueza para os acionistas, caso contrário, não se poderia rejeitar a hipótese de que não houve criação de riqueza.

De acordo com os procedimentos metodológicos e os dados coletados nessa pesquisa, os resultados alcançados indicaram que a adesão ao IGC N1 não contribuiu para a geração de valor para os acionistas.

Algumas limitações devem ser destacadas: i) não há uma técnica altamente eficiente para a aferição da riqueza dos acionistas; ii) o reduzido número de empresas que compõem a amostra.

Como recomendação para trabalhos futuros, sugere-se que sejam realizados estudos utilizando um horizonte maior e/ou outros níveis de governança corporativa para uma avaliação de longo prazo dos retornos anormais das companhias que aderem aos níveis de governança corporativa diferenciados da BM&FBOVESPA.

ABSTRACT

This article proposes to investigate the impact caused by the adherence to Corporate Governance Index - IGC-N1 on the value of the shares on the BM&FBOVESPA. For this, we used the event study methodology and calculation of abnormal returns for the market model adjusted returns. The sample included seven companies listed on the BM & FBOVESPA who joined the IGC-N1 and simultaneously part of IbrX-50 (so that only the most liquid stocks

forming part of the sample). Next, we analyzed the behavior of abnormal returns during the 90 days preceding and following the accession of these companies to IGC-N1, which occurred between 2001 and 2012. It was found that the average abnormal returns in the period before accession to the IGC-N1 is not statistically different from the average returns after joining the said index, which probably indicates that adherence to the IGC-N1 produces no impact on the stock value.

Keywords: Event Study. Corporate Governance. Levels of Corporate Governance

REFERÊNCIAS

ABNT (Associação Brasileira de Normas Técnicas). **Avaliações de Imóveis Urbanos. Avaliação de bens - Parte 2: Imóveis urbanos.** NBR 14.653-2. Rio de Janeiro: ABNT, 2004.

BIANCHI, M. et al. da. A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica do Enanpad entre 1999 e 2008. *ConTexto*, v. 9, n. 15, p. 1-26, 2009.

BM&F BOVESPA. 2014. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em 05 mai. 2014.

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Estudos de Evento: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 1-20, jul.-set. 2003.

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

CORRAR, Luiz J.; THEÓFILO, Carlos Renato. **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração.** 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

COSTA, Agda Rabelo; CAMARGOS, Marcos Antônio de. Análise empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. *REGE Revista de Gestão*, v. 13, n. 1, p. 31-42, 2006.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.** 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 27.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). 2014. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em 18 jul. 2014.

LAMOUNIER, Wagner Moura; NOGUEIRA, Else Monteiro. Estudo de eventos: procedimentos e estudos empíricos. II Seminário de Gestão e Negócios, 2005.

LEITE, Helio de Paula; SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Índice Bovespa: Um padrão para os investimentos brasileiros.* São Paulo: Atlas, 1994.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville: American Economic Association, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

NASCIMENTO, A. M.; BIANCHI, M.; TERRA, P. R. S. A Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa: evidências de uma survey comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. *Revista da Associação Brasileira de Custos*, v. 2, n. 2, maio-ago. 2007.

RICARDINO, Á.; MARTINS, S.T.A. Governança corporativa: um novo nome para antigas práticas? *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, n. 36, p. 50 - 60, set/dez 2004.
SALMASI, Silvia Vidal. **Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo., 2004.

SILVEIRA, Ana Carolina Gava Lima da, Rio de Janeiro:2006. Dissertação. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

SILVEIRA, Alexandre. Governança Corporativa e a Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004, 250p. Tese (Doutorado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da, Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil, São Paulo: 2002. Dissertação. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. **XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**,2002.

STEVENSON, Wiliam J.; DE FARIAS, Alfredo Alves. **Estatística aplicada à administração**. 1981.

TEIXIERA, Elizabeth. As três metodologias: acadêmica, da ciência e da pesquisa. 8. ed. Petrópolis: Editora Vozes, 2005, p. 136.

VILLA, Marciano. Níveis de Governança Corporativa: a evolução do valor de mercado das empresas. Porto Alegre: Trabalho de conclusão do curso de especialização em mercado de capitais apresentado à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2009.