

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

FLÁVIA CAPRARA HUSEK

DUPLA LISTAGEM E GOVERNANÇA CORPORATIVA – UMA ANÁLISE DA
VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS BRASILEIRAS EMISSORAS DE
ADRs EM MERCADOS DE ALTA GOVERNANÇA

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

SÃO PAULO
2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

FLÁVIA CAPRARA HUSEK

DUPLA LISTAGEM E GOVERNANÇA CORPORATIVA – UMA ANÁLISE DA
VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS BRASILEIRAS EMISSORAS DE
ADRs EM MERCADOS DE ALTA GOVERNANÇA

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Dissertação apresentada à Banca
Examinadora da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como exigência parcial
para obtenção do título de Mestre em
Ciências Contábeis, sob a orientação do Prof.
Rubens Famá.

SÃO PAULO
2012

BANCA EXAMINADORA

“As fases humanas
São as da humanidade,
em certa medida.
Da infância à maturidade
vemos as emoções aflorarem
e depois serem recolhidas.
É tudo tão dissonante,
inexorável e penoso,
que agora na idade,
dos cabelos brancos,
o velho só tem saudades
de quando era jovem e ditoso.
Onde estava situada
essa bem-aventurança
que se instalou num belo dia
no espírito da criança?
Em uma pepita, uma pérola,
um diamante
de pequeno porte,
que parecia encher os dias
com reluzente sorte.
Também o olhar
diz muito,
e o mais inusitado dos mundos,
parece confirmar,
os olhos antes de tudo,
revelam-se claros e fecundos,
na doce e elétrica atividade
de amar.”

Carlos Roberto Husek

Às minhas amadas avós e tia avó
Josephina, Maria e Nina

AGRADECIMENTOS

Ao prof. Dr. Rubens Famá, meu orientador no curso de mestrado, pelo incentivo dado durante a realização deste trabalho, pelo apoio e amizade, pelos ensinamentos durante o curso e pelo cavalheirismo constante.

À prof. Dra. Neusa Maria Bastos F. Santos, membro da banca, pelo incentivo permanente ao estudo acadêmico, dentro e fora das salas de aula, pelas críticas e contribuições ao trabalho, e pelos ensinamentos tão importantes durante o curso de pós-graduação.

À prof. Dra. Rosana Teixeira, membro da banca, por aceitar prontamente me ajudar no desenvolvimento do trabalho, pelo apoio constante na coleta das informações necessárias, e pelas críticas e contribuições.

Ao prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi, com quem tirei inúmeras dúvidas, ao longo deste projeto, e que foi também fonte de inspiração e coragem na execução deste estudo.

À prof. Heloísa Bernardo, pela disponibilização de seu tempo e atenção dispensada para as análises estatísticas do trabalho.

À amiga Andressa Martins, mestre e colega da PUC, na ajuda singular durante as análises do trabalho, pelo apoio, ensinamentos e importantes sugestões durante esta jornada.

Às amigas queridas, Fernanda Duarte, Mariana Vilar, Valéria Sahao e Ana Sato pelo apoio incondicional nos últimos meses, pela paciência em me ouvir e pelo constante carinho.

À Lúcia Esquines, secretária do Programa, pela atenção e cooperação ao longo do curso.

Aos colegas e chefes de trabalho Juliana Pereira, Ricardo Freire, Helcio Bueno, Ricardo Carvalho, Giuliano Costa, Alexandre Romanini, Melissa Ribeiro, pela paciência em escutar sobre os assuntos técnicos do meu trabalho, pelo apoio constante nos meus momentos de exclusão e dedicação.

Por fim, à minha amada família: Ao meu pai Carlos, pelo incentivo constante ao estudo, pela leitura e crítica ao meu trabalho e por ser sempre um exemplo de dedicação acadêmica, esforço e inteligência infinita; à minha mãe Cristina, pelo amor e apoio incondicional, por sempre incentivar meus estudos e por lembrar sempre da minha capacidade de conquistar o mundo; à minha irmã Renata e ao meu cunhado Renato, por estarem ao meu lado e serem meus exemplos de dedicação e superação; à minha madrinha Eunice, pelo apoio, amor e carinho, e à pequena Nina, sempre ao meu lado durante as longas madrugadas.

RESUMO

A Governança Corporativa tem sido tema de um amplo conjunto de artigos na última década, principalmente com relação ao estudo sobre a valorização das ações das companhias abertas após a criação e implementação dos mecanismos internos e externos de controle, para atender aos requisitos da Governança. O tema se tornou especialmente importante após o ano de 2000, quando a BOVESPA criou os segmentos de listagem Nível I, Nível II e Novo Mercado. Contudo, a associação e correlação do tema Governança Corporativa com o tema dupla listagem (*cross-listing*) ainda é muito incipiente, demandando estudos mais aprofundados. Esta pesquisa teve como objetivo central ampliar as discussões quanto ao impacto das emissões de ações, em bolsas de valores de países com altos níveis de Governança Corporativa, nas ações negociadas por essas empresas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 2000 a 2011. Tendo como pressuposto a relação entre a dupla listagem e a valorização das empresas brasileiras, foi realizado um estudo de evento, com intuito de verificar a existência de retornos anormais estatisticamente significantes nas ações brasileiras, na data de emissão da American Depositary Receipts (ADRs). Utilizando uma amostragem de 16 eventos de empresas emissoras de ações na bolsa de Nova Iorque (NYSE), verificou-se que não existe uma reavaliação positiva estatisticamente significativa das ações brasileiras, quando do momento da emissão das ADRs. Os resultados encontrados, em parte, corroboram com hipótese nula de que a emissão em mercados exigentes não reflete diretamente no mercado brasileiro, sinalizando que a internacionalização, considerada ainda extremamente custosa, não é avaliada de forma positiva pelo mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa – Dupla Listagem – Ações.

ABSTRACT

Corporate Governance has been the subject of a broad complex of articles within last decade, mainly related to the study regarding the appraisal of shares of publicly-held companies after the creation and implementation of all internal and external control mechanisms to comply with the requirements of Corporate Governance. The issue has become especially important after 2000, when the São Paulo Stock Exchange – BOVESPA created the listing segments Level I, Level II and New Market. Nevertheless, the association and connection of the subject Corporate Governance with the cross-listing matter is still very incipient, requiring deeper studies. This research has had as main purpose to broaden the discussions as regards the impact of issuance of shares in stock exchanges of countries with high Corporate Governance levels, in the shares traded by such companies in the São Paulo Stock Exchange, within the period from 2000 to 2011. Assuming the relation of cross-listing with the appraisal of Brazilian companies, an event study has been performed with the scope of verifying the existence of statistically material abnormal returns on the Brazilian shares at the date of issuance of American Depositary Receipts (ADRs). Utilizing a sampling of 16 events of companies issuing shares in the New York Stock Exchange (NYSE), it has been verified that there is no statistically material positive valuation of the Brazilian shares at the time of ADRs issuance. The results verified ratify, in part, the null hypothesis that the issuance in more criterious markets do not directly reflect in the Brazilian market, signaling that the internationalization, still considered costly, is not yet positively evaluated by the market.

Key words: Corporate Governance – Cross-Listing - Shares.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 –	Fluxo de American Depositary Receipts (ADRs).....	34
Figura 2 –	Etapas de Estudo de Evento.....	61
Figura 3 –	Janela de Estimação de Evento.....	64
Figura 4 –	Linha do tempo do estudo de evento realizado.....	71
Figura 5 –	Teste de linearidade.....	73

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 –	Níveis de American Depositary Receipts (ADRs).....	34
Quadro 2 –	Propriedade do controle corporativo ao longo dos anos.....	46
Quadro 3 –	Resultados empíricos sobre Governança Corporativa, ADR e dupla listagem _ Publicações Nacionais.....	58
Quadro 4 –	Resultados empíricos sobre Governança Corporativa, ADR e dupla listagem _ Publicações Internacionais.....	59
Quadro 5 –	Composição dos motivos de exclusões da pesquisa.....	71
Quadro 6 –	Amostra final por acionista e setor econômica.....	80
Quadro 7 –	Características do modelo tradicional de governança e do modelo emergente.....	112
Quadro 8 –	Linha do Tempo - Governança Brasil e Mundo.....	113

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 –	Capitalização de Mercado de ADR (2003-2010).....	35
Gráfico 2 –	Distribuição de Valor de Mercado.....	36
Gráfico 3 –	Média CAR da amostra (-5 a +5).....	81
Gráfico 4 –	Média CAR da amostra (-10 a +15).....	81
Gráfico 5 –	Retorno anormal acumulado segmentado nas amostras de 2000 a 2005 e 2006 a 2011.....	84
Gráfico 6 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ OI (PN).....	95
Gráfico 7 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ CEMIG (ON).....	96
Gráfico 8 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ GAFISA (ON).....	97
Gráfico 9 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ EMBRAER (PN).....	98
Gráfico 10 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ BRFOODS (PN)	99
Gráfico 11 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ TAM (PN).....	100
Gráfico 12 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ SABESP (ON)	101
Gráfico 13 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ VALE (ON)	102
Gráfico 14 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ VALE (PNA).....	103
Gráfico 15 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ UNIBANCO (PN)	104
Gráfico 16 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ BRADESCO (PN)	105
Gráfico 17 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ PETROBRÁS (ON)	106
Gráfico 18 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ PETROBRÁS (PN)	107
Gráfico 19 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ SADIA (PN)	108
Gráfico 20 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ AMBEV (ON)	109
Gráfico 21 –	Retorno anormal acumulado (CAR) _ ELETROBRÁS (ON)	110

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –	Capitalização do mercado doméstico 2010 e 2011.....	29
Tabela 2 –	Nível das empresas brasileiras emissoras de ADRs de 2003 a 2011.....	34
Tabela 3 –	Participação Societária dos investidores americanos.....	44
Tabela 4 –	Composição dos Conselhos de Administração de 1950 a 2005.....	45
Tabela 5 –	Empresas listadas nas Bolsas de Valores da região Américas.....	46
Tabela 6 –	Empresas listadas nas Bolsas de Valores da região Américas, Europa e África.....	47
Tabela 7 –	Eventos da amostra inicial.....	70
Tabela 8 –	Amostra Estudo de Evento para o cálculo das regressões.....	74
Tabela 9 –	Setor econômica da amostra	74
Tabela 10 –	Retornos anormais agregados ($\overline{AR}$) e anormais acumulados agregados ($\overline{CAR}$)	77
Tabela 11 –	Distribuição t para retornos anormais agregados ($\overline{AR}$) e anormais acumulados agregados ($\overline{CAR}$)	78
Tabela 12 –	Distribuição de eventos por ano.....	79
Tabela 13 –	Retorno anormal médio e acumulado.....	80
Tabela 14 –	Retorno anormal médio e acumulado para 2000 a 2005.....	82
Tabela 15 –	Retorno anormal médio e acumulado para 2006 a 2011.....	83
Tabela 16 –	Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ OI (PN).....	95
Tabela 17 –	Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_CEMIG (ON).....	96
Tabela 18 –	Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_GAFISA (ON).....	97
Tabela 19 –	Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ EMBRAER (PN)	98
Tabela 20 –	Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ BRFOODS (PN)	99
Tabela 21 –	Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _TAM (PN)...	100

Tabela 22 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_SABESP (ON)	101
Tabela 23 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ VALE (ON).	102
Tabela 24 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_ VALE (PNA)	103
Tabela 25 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ UNIBANCO (PN)	104
Tabela 26 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_ BRADESCO (PN)	105
Tabela 27 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_ PETROBRÁS (ON).....	106
Tabela 28 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_ PETROBRÁS (PN)	107
Tabela 29 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _SADIA (PN).	108
Tabela 30 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_AMBEV (ON)	109
Tabela 31 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado_ ELETROBRÁS (ON).....	110

LISTA DE SIGLAS

ADR	American Depositary Receipts
CALPERS	California Public Employees Retirement System
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CII	Council of Institutional Investors
ERP	Enterprise Resource Planning
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IGC	Índice de Governança Corporativa
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
LSE	London Stock Exchange
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over the Counter
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
PO	Public offer
SOX	Sarbanes-Oxley
SIPC	Security Investor Protection Corporation
USGAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	18
1.1. Situação problema.....	18
1.2. Objetivo da pesquisa.....	20
1.3. Hipótese da pesquisa	20
1.4. Justificativa da pesquisa	20
1.5. Estrutura do trabalho.....	21
 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA MERCADO DE CAPITAIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA	 23
2.1. Mercado de Capitais	23
2.2. Bolsa de Valores (BM&FBOVESPA)	25
2.3. Bolsas de Valores no mundo	28
2.3.1. <i>Bolsa de Nova Iorque</i>	29
2.3.2. <i>American Depositary Receipts (ADR)</i>	32
2.4. Governança Corporativa.....	36
2.4.1. <i>Governança Corporativa no Brasil</i>	38
2.4.2. <i>Governança Corporativa no Mundo</i>	43
2.4.2.1. <i>A Governança Corporativa nos EUA</i>	43
2.4.2.2. <i>Lei Sarbanes-Oxley</i>	47
2.4.2.3. <i>Governança Corporativa no Reino Unido, Alemanha e Japão</i>	51
2.4.3. <i>Comparação dos sistemas de Governança Corporativa</i>	53
2.5. Resultados Empíricos de trabalhos relacionados à Governança Corporativa, ADRs e Dupla Listagem	54
 3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE E ESTUDO DE EVENTO	 59
3.1. Hipótese de Eficiência de Mercado	59
3.2. Estudo de Evento	60
3.2.1. <i>Definição de Evento</i>	61
3.2.2. <i>Critério de Seleção</i>	61
3.2.3. <i>Retornos Normais e Anormais</i>	62
3.2.4. <i>Procedimentos de Estimação</i>	64

3.2.5. <i>Procedimentos de Teste</i>	64
3.2.6. <i>Resultados Empíricos</i>	66
3.2.7. <i>Interpretação e Conclusões</i>	67
4. PERCURSO METODOLÓGICO	68
4.1. Definição de Evento e Seleção da Amostra	68
4.2. Coleta de dados	69
4.3. Procedimento de Estimação	71
4.4. Mensuração dos retornos normais	72
4.5. Cálculo e Agregação do Retorno Anormal	75
4.6. Procedimento de Teste	77
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES FINAIS	79
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	87
APÊNDICES	94
ANEXOS	111

1. INTRODUÇÃO

1.1. Situação problema

Na abordagem legal para a Governança Corporativa, o custo do capital deveria ser mais elevado para empresas situadas em ambientes com baixa proteção aos investidores, já que estes correriam um risco maior de serem expropriados, sem possibilidade de fazer valer seus direitos. De acordo com Silveira (2010), a emissão de ações, em países com maior transparência e padrões de Governança Corporativa e controles internos exigentes, deveria ter como consequência a baixa do custo do capital e o aumento da valorização das ações dessas companhias. Para o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo 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 a recursos e contribuindo para sua longevidade. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009).

Estudos sobre a reação do mercado com relação à adoção de práticas de Governança Corporativa vêm sendo realizados desde as primeiras manifestações teóricas sobre o assunto.

Segundo Andrade e Rosseti (2004, p.16),

Um bom sistema de governança ajuda a fortalecer as empresas, reforça competências para enfrentar novos níveis de complexidade, amplia as bases estratégicas da criação de valor, é fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico.

Carvalho-da-Silva e Leal (2004) estudaram o efeito da estrutura da Governança Corporativa no valor das empresas no mercado e na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, encontrando correlação positiva entre as variáveis.

Segundo Grinblatt (2005) *apud* Santos e Cova (2007, p.7)

algumas evidências empíricas no sentido de que os países que oferecem maior proteção aos acionistas minoritários possuem mercados de capitais maiores e mais ativos, enquanto que os países que não protegem estes acionistas evidenciam mercados de capitais menores e pouco desenvolvidos, bem como pouquíssimas empresas abrindo o capital.

Diversos outros estudos com relação à Governança Corporativa, que serão demonstrados na seção 2.3, do trabalho, foram realizados com objetivos e metodologias completamente diversas, mas, principalmente, na tentativa de mostrar o benefício da Governança Corporativa para o mercado de capitais ou, ainda, partindo da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam positivamente o desempenho e o valor da empresa.

Considerando que uma empresa brasileira que adere às práticas de Governança Corporativa é vista como uma empresa mais transparente, devido às hipóteses de que a adequação à governança aumenta o valor da empresa e, ainda que empresas brasileiras que emitiram ações em mercados de Governança Corporativa desenvolvida, como a Bolsa de Nova Iorque, tiveram que se adequar a outras regras de proteção e controles internos, como a Lei *Sarbanes-Oxley* de 2002, questiona-se: uma empresa brasileira que realiza a dupla listagem em mercados estrangeiros de alta governança terá um reflexo direto, significativo e positivo no valor de mercado das suas ações negociadas na BOVESPA?

Segundo Silveira (2008) ainda existe uma falta de entendimento do benefício de se buscar financiamento no mercado externo, já que um número reduzido de empresas recorreu a esse processo nos últimos anos.

King e Segal (2004) afirmam que para obter os benefícios da dupla listagem, uma empresa estrangeira deve convencer os investidores de que seus direitos de acionistas serão protegidos. Essa ligação será evidenciada por meio do número de negociações no mercado estrangeiro.

Durante as últimas décadas, empresas brasileiras procuraram emitir suas ações em outros países considerados exigentes e de alta governança, como no mercado americano, particularmente a de Nova Iorque (*NYSE – New York Stock Exchange*), e no mercado europeu, a de Londres (*LSE – London Stock Exchange*).

De acordo com Silveira (2010, p.91), “tais companhias passaram a ter a seu dispor um leque maior de opções para financiamento de suas operações, aumentando o acesso ao capital e diminuindo seus custos de captação.”

Caso haja indício de que a emissão de *American Depositary Receipts* (ADR), em mercados com alta governança, interfira no valor das ações na BOVESPA, haverá então evidência de que a listagem de empresas brasileiras no mercado externo poderá ter retorno positivo e direto no valor da companhia, valendo assim o processo custoso existente hoje para a sua realização.

1.2. Objetivo da pesquisa

O objetivo principal deste estudo é verificar a relação entre a emissão de ADRs, no mercado americano por empresas brasileiras, e a valorização das ações negociadas na BOVESPA, no mercado interno.

1.3. Hipótese da pesquisa

Formula-se a hipótese do trabalho, ou seja, uma afirmação categórica (uma suposição) que tente responder ao problema levantado neste estudo. A hipótese é um enunciado geral de relações entre variáveis, passível de verificação empírica em suas consequências (MARCONI; LAKATOS, 2010).

A hipótese formulada ao presente trabalho é:

- **Hipótese (H_0):** O mercado de capitais não reage, reavaliando o valor das ações das companhias, quando a companhia realiza a emissão de uma ADR, em mercados com grande Governança Corporativa.
- **Hipótese (H_1):** O mercado de capitais reage positivamente, reavaliando o valor das ações das companhias, quando a companhia realiza a emissão de uma ADR, em mercados com grande Governança Corporativa.

1.4. Justificativa da pesquisa

O assunto governança vem se tornando um tema central, tanto no âmbito legal como no de finanças. O mercado passou a valorizar empresas com boas práticas de Governança Corporativa.

Estudos sobre emissão de ADRs ainda são muito incipientes, e não se têm uma análise do impacto nas ações, nos últimos anos, para empresas que aderiram à dupla listagem.

Um dos estudos encontrados neste campo foi o de análises do impacto da dupla listagem para empresas asiáticas¹ e o impacto da dupla listagem sobre a estrutura de capital², avaliando apenas as empresas por meio de indicadores financeiros.

Próximo à realidade aqui estudada, o artigo de Bortoli e Pimenta (2004) analisou as empresas brasileiras emissoras de ADR até meados de 2001, mostrando que não há um impacto significativo nas ações quando da emissão da dupla listagem. Entretanto, o artigo não avaliou algumas vertentes que se tornaram mais importantes, após a data de apresentação deste trabalho, como o tema da Governança Corporativa, que antes de 2001 não tinha tanta projeção no mercado como na última década.

Da mesma forma, Pires (2005) realizou uma pesquisa empírica com as empresas que lançaram ADRs até 2004, visando verificar o impacto gerado pela divulgação de emissão de ADRs e a participação dos níveis de Governança Corporativa da BOVESPA, sobre o retorno anormal das ações negociadas no Brasil.

O resultado não apresentou correlação relevante entre a emissão de ADRs e o retorno anormal das ações.

O estudo aqui apresentado complementa esses trabalhos e tem foco no retorno anormal das ações para os anos de 2000 a 2011. Verificou-se que não há estudos publicados que têm como objetivo analisar as empresas emissoras de ADRs a partir do ano de 2006.

1.5. Estrutura do trabalho

Os segundo e terceiro capítulos serão dedicados à fundamentação teórica dos assuntos envolvidos nesta pesquisa e também serão a base desse trabalho.

¹ WANG, Y.; CHUNG, H.; HSU, C.C. *The Impact of International Cross-Listings on Risk and Return: Evidence from Asian Companies*. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 12. 2008.

² HEBER, P. S; *Dupla listagem e estrutura de capital – uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs*. São Paulo. 2008.

Inicia-se o referencial com um panorama do mercado de capitais quanto à sua funcionalidade e histórico; posteriormente serão apresentadas as Bolsas de Valores do Brasil (BM&F) e do mundo, especificando o trabalho realizado na Bolsa de Nova Iorque e a emissão de ADRs. Apresenta-se, na sequência, o assunto Governança Corporativa no Brasil e no Mundo, uma introdução à Lei *Sarbanes-Oxley*, a teoria da hipótese de mercado eficiente, aspectos do Estudo de Eventos e os resultados empíricos produzidos no exterior e Brasil, sobre os assuntos acima mencionados.

No quarto capítulo, será apresentado o percurso metodológico para a realização da pesquisa, iniciando a descrição da forma de seleção e coleta de dados, bem como algumas considerações sobre segmentações da amostra. Também será apresentada a janela de estimação e janela do evento, consideradas neste estudo. Posteriormente, apresenta-se a mensuração dos retornos normais e anormais e o cálculo e agregação do retorno anormal.

No quinto capítulo, será desenvolvida a análise dos resultados, sendo apresentados os procedimentos de testes e as considerações finais sobre o trabalho realizado, limitações da presente pesquisa e recomendações para futuras pesquisas.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA MERCADO DE CAPITALIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1. Mercado de Capitais

Neste capítulo, apresentam-se os aspectos que justificam a existência de um mercado de capitais, bem como os principais conceitos desse mercado. Para o tema Bolsa de Valores, será desenvolvido um breve histórico com explição de seus objetivos e funcionamento em geral.

A necessidade de captação de recursos de uma empresa para financiar seus projetos de expansão pode ser feita por meio de fontes externas ou fontes próprias. A obtenção de recursos através de fontes externas aumenta o nível de endividamento da companhia e a necessidade de honrar com os compromissos com os credores, em detrimento dos pagamentos do governo e do recebimento dos próprios proprietários. As fontes próprias acabam por reduzir o endividamento e melhoram a capacidade da empresa na obtenção de recursos externos.

Quando da necessidade de obtenção de recursos próprios, nem sempre os acionistas atuais são capazes de subscrever um maior número de ações e, portanto, é necessária a entrada de novos investidores que tenham condições de se associarem à companhia. Nessa situação, começam as operações no mercado primário, as quais são responsáveis pela obtenção de novos parceiros.

Segundo Fortuna (2011, p.691), denomina-se mercado primário “quando as ações de uma empresa são emitidas diretamente ou através de uma oferta pública, e o mercado secundário, no qual as ações já emitidas são comercializadas através das bolsas de valores”.

Pinheiro (2012, p. 180) apresenta as principais vantagens e desvantagens da utilização das ações como fonte de fundos das empresas. As vantagens da utilização das ações são: não acarretam encargo fixo para a empresa, não têm prazo de resgate, abastecem uma garantia contra perdas para os credores da empresa e proporcionam ao investidor uma melhor barreira contra a inflação. Já as desvantagens da utilização das ações são: a venda de novas ações ordinárias estende o direito de voto ou controle aos novos compradores, proporciona aos novos proprietários os direitos de participação nos lucros, e os dividendos das ações

ordinárias não são dedutíveis como despesa para cálculo de Imposto de Renda, não gerando, assim, os benefícios tributários que as debêntures podem oferecer.

Ainda segundo Pinheiro (2012, p. 174), o mercado de capitais pode ser definido como “um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores”. O mercado é uma maneira de permitir a visualização dos títulos e a possibilidade de liquidação desses títulos por interessados.

Os principais participantes, existentes do mercado de capitais hoje, são:

- . Comissão de Valores Mobiliários;
- . Bolsa de Valores;
- . Sociedade Corretoras de Títulos de Valores Mobiliários;
- . Investidores;
- . Bancos Múltiplos e de Investimento;
- . Companhias de Capital Aberto.

Estes podem ter a função de normatizar o mercado, como é feito atualmente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Bolsa de Valores, ou podem ter o objetivo de operacionalizar no mercado.

Fortuna (2011, p. 691) descreve que as ações podem ser de duas espécies diferentes, denominadas ordinárias e preferenciais. As ações ordinárias são caracterizadas pelo direito ao voto e, portanto, direito de controle da organização. As ações preferenciais são caracterizadas com o direito de preferência sobre os lucros a serem distribuídos aos acionistas.

As ações preferenciais atribuem a seus titulares certas vantagens ou preferências que se diferenciam no caso das ações serem ou não negociadas no mercado de valores mobiliários (...) as seguintes vantagens efetivas para as ações preferenciais de sociedade anônima de capital aberto negociadas em mercado de valores mobiliários: prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; prioridade no recebimento de dividendos.

O direito dos acionistas a informações sobre a empresa lhes assegura o acesso a tudo o que diz respeito à empresa, e que possa ajudá-los a decidir o que fazer com o seu direito de sócio. A empresa, portanto, é obrigada a realizar a divulgação de balanços, balancetes, notas explicativas e todas as informações contábeis e pareceres de auditores externos, mostrando o desempenho da empresa no ano corrente.

2.2. Bolsa de Valores (BM&FBOVESPA)

Segundo Pinheiro (2012, p.176), o mercado secundário de ações é o lugar onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições, e torna-se fator fundamental na decisão do investidor, quando compra ações no mercado primário, pois tem a possibilidade de recuperar totalmente ou parte do seu capital investido na venda dessas ações para terceiros. Esse mercado proporciona liquidez ao investidor.

A primeira bolsa comercial nasceu em 1487 em *Bruges*, cidade belga, onde se reuniam diversos comerciantes para a realização de negócios relacionados a participações e cotas em empresas.

As bolsas internacionais foram criadas a partir de 1500, sendo a primeira em *Amberes*, em 1531; posteriormente em Londres, em 1554; Paris, em 1724, e, em Nova Iorque, em 1792. Contudo, a primeira ação comercializada em uma bolsa de valores pertencia à Companhia Holandesa das Índias Orientais e foi negociada em 1602, na bolsa de Amsterdã.

Fundada em 23 de agosto de 1890, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, tem uma longa história de serviços prestados ao mercado de capitais e à economia brasileira. Até meados da década de 60, a BOVESPA e as demais bolsas brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretores nomeados pelo poder público.

Conforme informado no site da BM&FBOVESPA (2012), com as reformas do sistema financeiro nacional e do mercado de capitais implementadas, em 1965 e 1966, as bolsas assumiram a característica institucional, que mantêm até hoje, transformando-se em associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial. A antiga figura individual do corretor de fundos públicos foi substituída pela da sociedade corretora, empresa constituída sob a forma de sociedade por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada. A Bolsa de Valores de São Paulo é uma entidade autorreguladora, que opera sob a supervisão da CVM.

Em agosto de 2007, a BOVESPA deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos e tornou-se uma sociedade por ações: a BOVESPA Holding S/A, possuindo como subsidiárias integrais a Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP) e a

Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). Em maio de 2008, a BOVESPA se integrou à BM&F, formando, então, a BM&FBOVESPA S/A.

De acordo com Pinheiro (2012, p. 176), a bolsa “é o mercado em que se compram e vendem ações, estando aberta para todos os tipos de indivíduos e instituições, como tomadores de capitais, ofertadores de capitais e mediadores”. Dentre suas principais características, a bolsa é um mercado público em que se negociam títulos e valores. As entidades cujos títulos estão sendo negociados precisam ser admitidas na bolsa e as transações estão asseguradas jurídica e economicamente.

Os principais objetivos da bolsa de valores são o de facilitar o intercâmbio de fundos entre as entidades e individuais investidores que precisam de financiamento; proporcionar liquidez aos investidores da bolsa, e mantê-los informados sobre as empresas que, no momento, realizam negociações na bolsa e publicação dos preços e das quantidades negociadas a quem interessar (BM&FBOVESPA, 2012).

A legislação atual autoriza as bolsas de valores a negociarem títulos e valores mobiliários de emissão ou corresponsabilidade de companhias abertas, registrados na CVM, assim como opções de compra e venda sobre ações de companhias abertas, debêntures (convertíveis ou simples) e *commercial papers* registrados para colocação pública. Direitos e índices referentes às ações negociadas, além de recibos de depósitos de ações, quotas de fundos ou de clubes de investimentos também são negociados nas bolsas mediante autorização do Conselho de Administração ou por solicitação da bolsa à CVM.

Na BOVESPA são regularmente negociadas ações de companhias abertas, opções sobre ações, direitos e dividendos sobre ações, bônus de subscrição e quotas de fundos. Ainda que de forma eventual, também são negociados na BOVESPA certificados de depósitos de ações lançados por empresas sediadas, nos países que integram o Acordo do MERCOSUL.

Recentemente, com a incorporação das atividades da BM&F, também foram incluídas as modalidades de operação, como futuro, opções sobre disponíveis, opções sobre futuro, opções flexíveis, termo, swaps e disponível (a vista ou spot).

A BM&F busca colaborar com o desenvolvimento dos mercados físicos dos produtos-objeto de seus contratos. Além disso, promove uma série de atividades para manter mercados livres, equitativos e transparentes. Conforme determinado pela própria BM&F (2012), destacam-se:

- a manutenção de local e de sistemas eletrônicos adequados à realização de operações, dotados de todas as facilidades e aprimoramentos tecnológicos necessários;
- a regulamentação dos mercados por ela administrados;
- a fiscalização das operações realizadas em seus pregões e sistemas eletrônicos e aquelas cuja regulamentação é de sua competência;
- a regulamentação e a fiscalização das atividades de seus associados;
- a divulgação, rápida e ampla, das operações realizadas em seus pregões e sistemas eletrônicos;
- a aplicação de penalidades aos infratores das normas legais, regulamentares e operacionais;
- a concessão de crédito operacional a seus associados, de acordo com seus programas e objetivos;
- a defesa de seus interesses, bem como de seus associados, junto às autoridades constituídas;
- a disseminação da cultura de mercados de futuros no País, por meio de eventos educacionais, de treinamento e de publicações.

Conforme apresentado ainda pela BM&F (2012), os índices de ações são indicadores de desempenho de um conjunto de ações, ou seja, mostram a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo. Os índices proporcionam a visão de todo o mercado, pois neles estão incorporados as principais ações e setores de uma economia.

Os índices existentes no mercado brasileiro podem ser amplos, setoriais, sustentabilidade e governança.

Índices Amplos:

- Índice BOVESPA (IBOVESPA);
- Índice Brasil 50 (IBrX-50);
- Índice Brasil (IBrX);
- Índice Brasil Amplo (IBrA);
- Índice *Mid-Large Cap* (MLCX);
- Índice *Small Cap* (SMLL);
- Índice Valor BM&F (IVBX-2) e
- Índice de Dividendos (IDIV).

Índices Setoriais:

- Índice de Energia Elétrica (IEE);
- Índice do Setor Industrial (INDX);
- Índice de Consumo (ICON);
- Índice Imobiliário (IMOB);
- Índice Financeiro (IFNC);
- Índice de Materiais Básicos (IMAT);
- Índice Utilidade Pública (UTIL).

Índices de Sustentabilidade:

- . Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE);
- . Índice Carbono Eficiente (ICO2).

Índices de Governança:

- . Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC);
- . Índice de Governança Corporativa Trade (IGCT);
- . Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (ITAG).

O índice BOVESPA, utilizado neste trabalho, foi criado em 1968, com o objetivo de servir como indicador médio do comportamento do mercado brasileiro.

De acordo com a BM&F

o Índice BOVESPA é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do IBOVESPA retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&F e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968 (BM&FBOVESPA, 2012).

A metodologia do índice BOVESPA jamais foi alterada desde a sua criação, e sua composição sofre alterações a cada quatro meses, de modo a englobar os papéis mais negociados, representando mais de 80% dos negócios e do volume financeiro registrado na BM&F. As empresas Ambev, Souza Cruz e Vale estão entre as empresas que fazem parte dessa carteira desde a sua criação.

O cálculo do índice é feito em tempo real, por meio dos preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista, e pode ser acompanhado *on line*.

2.3. Bolsas de Valores no mundo

Segundo Pinheiro (2012), as principais bolsas existentes no mundo são a dos Estados Unidos (Nova Iorque e NASDAQ), a do Japão (Tóquio) e a do Reino Unido (Londres).

Na tabela 1 é apresentado as bolsas de valores com as maiores capitalizações do mercado de ações, no final dos anos de 2011 e 2010, em dólares, bem como a variação entre os anos de análise.

Tabela 1 – Capitalização do mercado doméstico 2010 e 2011.

Bolsas de Valores	USD Dez 2011	USD Dez 2010	% em USD
1. NYSE Euronext (US)	11.796	13.394	-11,9%
2. NASDAQ OMX (US)	3.845	3.889	-01,1%
3. Tokyo Stock Exchange Group	3.325	3.828	-13,1%
4. London Stock Exchange Group	3.266	3.613	-9,6%
5. NYSE Euronext (Europe)	2.447	2.930	-16,5%
6. Shanghai Stock Exchange	2.357	2.716	-13,2%
7. Hong Kong Exchange	2.258	2.711	-16,7%
8. TMX Group	1.912	2.170	-11,9%
9. BM&FBOVESPA	1.229	1.546	-20,5%

Fonte: Adaptado pela autora (*World Federation of Exchanges*, 2012).

2.3.1. Bolsa de Nova Iorque

Foi, em 17 de maio de 1792, que vinte e quatro corretores se reuniram em frente ao número 68, *Wall Street*, para assinar um acordo que estabelecia as regras para compra e venda de títulos e ações de empresas. O acordo ficou conhecido como o Acordo de *Buttonwood*, por ter sido realizado em frente a uma figueira (*Buttonwood*, em inglês), que acabou por servir como ponto de encontro regular para os pioneiros de *Wall Street*. Em 1963, o nome foi modificado para *New York Stock Exchange* (NYSE).

Até a Bolsa de Nova Iorque ser eletrônica e pública, o que ocorreu em abril de 2006, pertenciam apenas àqueles que compravam uma cadeira existente, a qual era limitada ao número total de 1.366 pessoas (NYSE, 2012).

A bolsa de Nova Iorque foi posteriormente chamada de *NYSE Group, Inc.*, e as cadeiras foram transformadas em ações que começaram a ser negociadas sob o símbolo NYSE: NYX.

Atualmente, as bolsas americanas são supervisionadas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), que foi criada como consequência da crise americana de 1929. A SEC foi projetada para restaurar a confiança dos investidores nos mercados de capitais, fornecendo-lhes informações corretas e regras claras de negócios. (SEC, 2012)

Nos anos subsequentes, a NYSE criou algumas regras de proteção aos investidores que já previam a necessidade da Governança Corporativa. Em 1956, definiu que as empresas listadas na bolsa deveriam incluir pelo menos dois diretores

independentes para ajudar a garantir a divulgação devida e tempestiva das informações corporativas. Em 1959, a NYSE adotou novas políticas, que desestimularam as transações de valores entre as empresas listadas e seus grupos gerenciais. Em 1966, o Congresso criou o *Security Investor Protection Corporation* (SIPC), cuja responsabilidade foi proteger os investidores contra danos financeiros caso houvesse falha de uma corretora, e também, contra perdas nos mercados de valores mobiliários, roubo de identidade ou fraude. (SIPC, 2012). Em 1973, a NYSE começou a exigir um mínimo de três diretores independentes no Conselho Fiscal da empresa e, em 1991, fez um simpósio para reunir dados sobre perspectiva em melhorar os aspectos de Governança Corporativa, tais como a independência dos conselheiros. Desse modo, em 2002, foi criada a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX). (NYSE, 2012). A SOX será discutida, mais detalhadamente, no item 2.4.2.2 deste trabalho.

De acordo com o relatório apresentado pelo Comitê da Bolsa de Nova Iorque, em fevereiro de 2002, o presidente da SEC Harvey Pitt requisitou que a NYSE revisasse seus procedimentos de Governança Corporativa e, ao mesmo tempo, solicitou ao Comitê de Governança Corporativa da NYSE que revisasse os procedimentos *standards* já existentes, e as propostas de mudanças que seriam solicitadas pela própria NYSE. (*New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee*, 2002).

Em 1º de agosto de 2002, o comitê da Bolsa de Nova Iorque submeteu ao Conselho de Diretores da NYSE uma lista revisada de procedimentos *standards*, relacionados à Governança Corporativa, que deveriam ser cobertos pelos próprios diretores. (*New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee*, 2002)

O comitê propôs controles que gerassem o aumento da transparência, da responsabilidade e da integridade dos envolvidos na NYSE. Dentre as grandes mudanças solicitadas, podem-se destacar:

- aumento das funções e quantidades de diretores independentes, considerando que os diretores independentes deveriam ser a maioria do conselho da empresa;
- exigência de que as empresas listadas na NYSE deveriam ter um comitê de auditoria, um comitê nomeado e um de compensação, que deveriam ser compostos apenas por diretores independentes;

- demanda de que o presidente do comitê de auditoria tivesse experiência vasta e comprovada na área financeira e contábil;
- responsabilidade exclusiva, dos comitês de auditoria, para a contratação e dispensa dos auditores independentes da companhia, e pela aprovação de qualquer trabalho que não seja de auditoria realizado pelos auditores;
- Para um diretor ser considerado independente, o conselho deveria afirmativamente determinar que ele não possua nenhum material em relação à empresa cotada;
- cumprimento de um período de cinco anos antes de um ex-funcionário ou ex-auditor independente poder ser considerado um diretor **independente** da sua ex-empresa. Mesma regra também vale para familiares dos ex-funcionários;
- cumprimento, pelas empresas listadas na bolsa, da totalidade das regras estipuladas pela Governança Corporativa, assim como as definições de suas auditorias, compensações salariais e comitês;
- respeito, pelas empresas listadas, do código de conduta e ética da NYSE;
- explicação detalhada, pelas empresas terceiras, sobre como suas práticas de governança podem diferir das práticas trabalhadas na NYSE.

Além das recomendações acima descritas, foi definida a necessidade de cada empresa listada criar um programa de orientação para seus novos membros dos conselhos (*New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee*, 2002).

O Código de Governança apresentado, nessas novas resoluções, deveria ser seguido por qualquer empresa, condicionando a participação na Bolsa ao cumprimento das diretrizes constantes no Código, mesmo que a empresa estrangeira não tivesse essa obrigatoriedade no seu país de origem.

As empresas internacionais que optassem a emitir ações na NYSE deveriam seguir as mesmas regras, estipuladas por meio da compra de ADR (*New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee*, 2002).

2.3.2. American Depositary Receipts (ADR)

O ADR, segundo Pinheiro (2012, p. 225), “é um recibo representativo de uma ação de empresa estrangeira que se encontra depositada em um banco no país de origem, engociado nos Estados Unidos”. São emitidas por um banco e custodiadas em banco norte-americano, sendo posteriormente negociadas no mercado americano. Portanto, para ocorrer o lançamento de uma ADR, a empresa brasileira deve emitir ações ou comprá-las no mercado secundário, depositando os papéis em um banco local, que atuará como custodiante. Com lastros nessas ações, o depositário, banco no exterior, emite os ADRs.

A internacionalização dos financiamentos é um processo custoso para as empresas estrangeiras. A Bolsa de Nova Iorque estabelece políticas e exigências para a emissão de ADRs relativas a práticas de Governança Corporativa, que podem não ser consistentes com as práticas aplicadas do país de origem. Regras de divulgação das informações financeiras, divulgação de informações materiais sobre a companhia, responsabilidades e adequação a regras da Lei *Sarbanes-Oxley*, definição e cronograma de assembleia de acionistas, entre inúmeras exigências, tornam o processo extremamente demorado e penoso para as companhias (SILVEIRA, 2008)

Só podem comprar e vender ADRs os investidores que têm conta no exterior (pessoa física ou jurídica). A abertura da conta é lícita, desde que seja declarada e se respeite as regras de tributação. O envio de dinheiro para o exterior só pode ser feito através das instituições financeiras credenciadas a operar câmbio e, se o montante ultrapassar US\$ 10 mil, o Banco Central deverá ser informado (FORTUNA, 2011).

Considerando o mercado americano, ou seja, os ADRs podem ser divididos nas seguintes categorias: ADR Nível I, ADR Nível II, ADR Nível III e 144-A. (PINHEIRO, 2012).

No ADR Nível I, há a permissão do pedido de isenção de adequação às regras da SEC, porém não se permite a captação de recursos pela empresa emissora. As ações que vão lastrear os ADR já devem existir no mercado secundário e esses ADR são negociados no mercado de balcão americano, denominado de *Over the Counter* (OTC). Tal nível, denominado *Pink Sheet*, é o mais barato, pois não exige muitas mudanças no balanço.

No ADR Nível II não é permitida a captação de dinheiro, mas ela possibilita que a empresa esteja listada nas bolsas americanas, como NYSE e AMEX. Para tanto, precisa estar adequada às normas e exigências da SEC e United States Generally Accepted Accounting Principles (USGAAP). Esse nível é denominado *Lister*.

O ADR Nível III é semelhante ao Nível II, mas possibilita o levantamento de recursos pela empresa, pois é lastreado em ações novas. Os ADRs são vendidos por meio de uma oferta pública (*Public Offer* - PO). Nesse nível, os custos de adaptação às exigências da SEC e da Bolsa de Nova Iorque são bem-elevados, e a empresa tem que se adaptar à exigência da Lei *Sarbanes-Oxley*.

O Nível 144 A é considerado menos oneroso que o Nível III, é feito através de lançamento privado e é colocado apenas para investidores institucionais qualificados. Nesse nível não há necessidade de formalidades de registro em Bolsa.

Enquanto o ADR Nível I não representa qualquer custo adicional à empresa, exigindo apenas que ela ofereça suas informações também em inglês, os ADRs Nível II e Nível III agregam-lhes complexidade e custo uma vez que ficam à mercê das exigências da SEC e da severa lei de controle de mercado, a *Sarbanes-Oxley*. O maior custo não é necessariamente da listagem, e sim da estrutura institucional para atender às regras da SEC.

Os programas de ADRs Nível II e Nível III são os principais, pois proporcionam à companhia negociação no mercado de bolsa e maior liquidez. Em contrapartida, são os mais exigentes, requerendo das companhias a adesão às regras da Lei *Sarbanes-Oxley*.

Segundo Fortuna (2011, p. 732)

ADR emitido conforme as normas 144-A é a que regula as colocações privadas nos EUA. Ele, também, não traz exigências das adaptações contábeis da SEC, pois é destinado a investidores institucionais qualificados, mas tem a grande vantagem de permitir a captação de novos recursos.

Ainda segundo Fortuna (2011, p.732),

A grande maioria das ofertas internacionais de ações realizadas desde 2004 foram feitas pela 144-A. Essa regra já permite que o investidor adquira ADR. Contudo, trata-se de uma categoria inferior ao nível I, e que também é negociada apenas no mercado de balcão.

No quadro 1, é demonstrado a descrição, tipo de negociação, se há o registro na SEC e se ações são emitidas ou novas, para cada um dos níveis existentes nos ADRs.

	Nível I	Nível II	Nível III	Nível 144-A
Descrição	Programa não listado nos EUA	Programa listado em uma bolsa dos EUA	Certificados oferecidos e listados em uma bolsa dos EUA	Colocação privada entre QIBs dos EUA
Negociação	Mercado de Balcão	Amex NYSE NASDAQ	Amex NYSE NASDAQ	Entre QIBs dos EUA
Registro na SEC	Sim	Sim	Sim	Não
Emissão de Ações	Ações Já emitidas	Ações Já emitidas	Novas Ações	Novas Ações

Quadro 1 – Níveis de American Depositary Receipts (ADRs)

Fonte: Pinheiro (2012, p. 228).

Na tabela 2, é demonstrada a quantidade de empresas brasileiras emissoras de ADRs por níveis I, II e III, e também, por meio da norma 144A, desde o ano de 2003 até março de 2010.

Tabela 2 – Nível das empresas brasileiras emissoras de ADRs de 2003 a 2011.

Nível/Norma	Contagem	Soma Capitalização
144 ^a	34	R\$ 4.180.805.985
I	41	R\$ 8.291.706.896
II	19	R\$ 136.087.406.095
III	15	R\$ 157.238.353.390
Total Geral	109	305.798.272.366

Fonte: Adaptado pela autora (CVM, 2012).

Na figura 1 apresenta-se um exemplo figurativo da emissão e do fluxo dos ADRs, como visto pelo investidor americano.

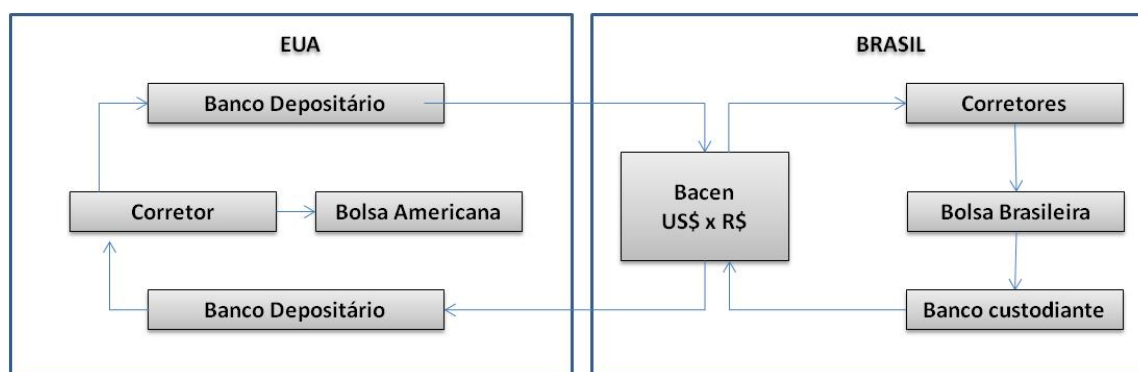


Figura 1 – Fluxo de American Depositary Receipts (ADRs).

Fonte: FORTUNA, 2011.

Para emitir um novo ADR, o banco americano contrata um corretor brasileiro e compra ações ordinárias de uma empresa não americana, por intermédio da Bolsa de Valores no Brasil. As ações ordinárias são depositadas com um banco custodiante brasileiro, o qual ajuda o depositário a emitir os ADRs que representam as ações ordinárias recebidas. O banco depositante emite os ADRs e os entrega ao corretor, que, por sua vez, inicia a comercialização com o investidor americano (FORTUNA, 2011 p. 733).

Segundo Silveira (2008, p.49),

Em termos mundiais, o Brasil apresenta um dos maiores números de empresas emissoras de ADRs. Este número de empresas brasileiras que optam por sinalizar seus investidores que possuem boas práticas de governança por meio da dupla listagem parece confirmar que, mesmo tendo que passar por um processo caro e não isento de riscos, a dupla listagem ainda parece trazer benefícios superiores ao custo de adaptação às regras impostas pelo mercado norte-americano de bolsa.

No gráfico 1, verifica-se a capitalização de mercado nos ADRs, em reais, por mês, desde setembro de 2003 a janeiro de 2010.

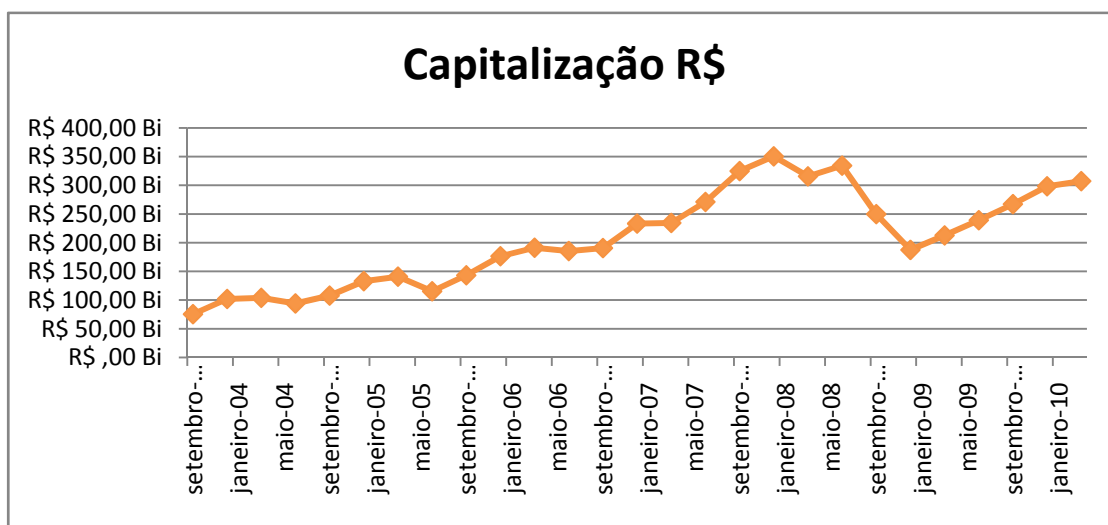


Gráfico 1 – Capitalização de Mercado de ADR (2003-2010)
Fonte: CVM, 2012.

Conforme demonstrado no informativo da CVM, data base de 31 de março de 2010, a Petrobrás aparece em primeiro lugar, com ADRs avaliados em mais de R\$ 94,7 bilhões, seguida pela Vale do Rio Doce, com aproximadamente R\$ 79,2 bilhões. A totalidade dos programas de ADRs no país, avaliados com base em Março de 2010, é estimada em aproximadamente R\$ 305 bilhões.

No gráfico 2, são demonstrados os valores por empresa, em bilhões de reais, dos programas de ADRs brasileiros ativos, em março de 2010.

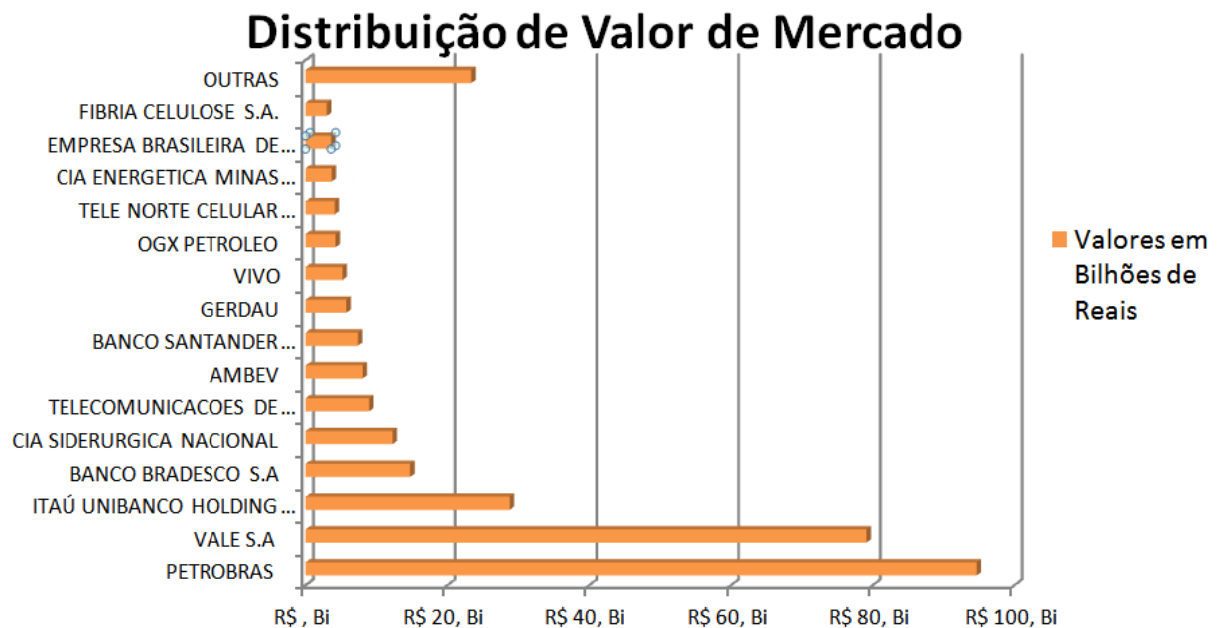


Gráfico 2 – Distribuição de Valor de Mercado.
Fonte: CVM, 2012 .

2.4. Governança Corporativa

A Governança Corporativa visa aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos de controle. (SILVEIRA, 2008 p. 6).

A Governança Corporativa, embora de raízes muito antigas, vem ganhando destaque exponencial no mercado acadêmico e empresarial, nessa última década. Segundo Silveira (2010, p.3).

De acordo com Becht, Bolton e Roell (2002) *apud* Silveira (2010, p.4), alguns motivos desse crescimento são:

- aumento e maior ativismo dos investidores institucionais: investidores com escala e poder suficiente para influenciar as práticas de governança e mudança do mecanismo de saída (venda de ações) para o mecanismo de voz, junto aos executivos e acionistas controladores;
- onda de aquisições hostis nos Estados Unidos, nos anos 1980: Mecanismos anti-*takeover* (pílulas envenenadas ou *poison pills*);

- onda de privatizações nos países europeus e em desenvolvimento: definição de como as empresas devem ser controladas e dirigidas e aumento da relevância dos mercados de capitais;
- desregulamentação e integração global dos mercados de capitais: integração dos mercados de capitais e crescimento dos mercados acionários em 1990 e negociação em bolsas de outros países (*cross-listing*);
- crises nos mercados emergentes no final do século XX e série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa: crise asiática em 1997 expôs as deficiências de governança – proteção aos investidores e FMI/ Banco Mundial, enfatizando a necessidade de empresas com boa Governança Corporativa.

Pesquisas mostram o aprimoramento da Governança Corporativa em mercados desenvolvidos e em mercados emergentes. Becht, Bolton e Roell (2002) realizaram uma revisão do tema e discutiram os aspectos legais e regulatórios da Governança Corporativa em diferentes países. Já Claessens e Fan (2002) apresentam levantamento realizado em empresas asiáticas e o tipo de controladores que existem nessas empresas, que nesse caso, são, em grande parte, das próprias famílias. Denis e McConnell (2003) apresentaram uma análise sobre a Governança Corporativa internacional e o entendimento das funções da Governança nos países americanos e não americanos. Morck e Steier (2005) realizaram uma introdução da história global da Governança Corporativa no Canadá, China, França, Alemanha, Japão, Índia, Itália, Suíça, Inglaterra e Estados Unidos. Carlsson (2001) sugere que o século XIX foi a era dos empreendedores, o século XX a era do gerenciamento e o século XXI está sendo a era da Governança Corporativa.

Códigos de Governança foram elaborados para tentar garantir uma estrutura ideal de Governança nas empresas no Brasil e no mundo. No Brasil têm-se como controladores desses códigos o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

A hipótese da maioria das pesquisas sobre Governança Corporativa é buscar descobrir uma estrutura mais eficiente de Governança, tentando diminuir a diferença entre o valor da companhia, caso fosse operada de forma ótima, e sua avaliação no mercado atual.

Segundo Silveira (2005, p. 37), Governança Corporativa:

[...] envolve a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, de forma a maximizar a probabilidade e os fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seu investimento.

Os executivos contratados deveriam tomar iniciativas para maximizar a riqueza dos acionistas, mas, muitas vezes, acabam por tomarem decisões que maximizem suas necessidades pessoais, podendo destruir o valor corporativo. A Teoria da Agência visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, e pode ser definida através dos conflitos de interesses, que surgem entre os acionistas, credores e administradores, averiguados nos comportamentos dos administradores e gestores das empresas. (JENSEN; MECKLING, 1976).

É relevante esclarecer que a relação de agência é um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o acionista) envolve outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, delegando alguma autoridade de tomada de decisão para o agente.

Jensen e Meckling (1976), autores da Teoria de Agência, definiram que toda vez que alguém toma uma decisão no lugar de outro, há possibilidades de existência de conflitos de interesses.

A Governança Corporativa determina a afixação pelo conselho de mecanismos, estruturas e incentivos, que define o sistema de controle, e que direcionam o comportamento dos administradores para o cumprimento dos objetivos estipulados pelos acionistas, além de assegurar que os executivos não se afastem deles (IBGC, 2007).

2.4.1. Governança Corporativa no Brasil

O tema Governança Corporativa começou a ser discutido no Brasil, nos anos 90, quando em 27 de novembro de 1995 identifica-se a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). O IBCA passou a ser denominado, em 1999, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), criado com a ajuda de um grupo de empresários, conselheiros, executivos, consultores e estudiosos.

O propósito do IBGC é

Ser referência em Governança Corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade". (IBGC, 2012).

O IBGC foi imaginado pelo administrador de empresas Bengt Hallqvist e o professor e consultor João Bosco Lodi, que identificaram a necessidade de criar um órgão que pudesse analisar e ajudar a qualidade de gerenciamento das empresas no mercado brasileiro (IBGC, 2012).

Em 1999, o IBGC lançou o primeiro código brasileiro sobre Governança Corporativa, o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, de autoria do IBGC e, a CVM lançou a *Instrução 299*, sobre ofertas públicas e rodízio de auditorias.

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) lançou oficialmente os segmentos diferenciados de Governança Corporativa Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, os quais mostram diferentes graus de exigência em relação às práticas de Governança e visavam segmentar as empresas listadas em função do nível de boas práticas seguidas.

Em 2001, a BOVESPA criou o Índice de Governança Corporativa (IGC), cujo objetivo era medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentassem bons níveis de governança.

Em 2002, a CVM lançou a cartilha sobre governança para as companhias abertas: *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*.

Em 24 de setembro de 2009, o Conselho Monetário Nacional (CMN) tornou pública a resolução nº 0003792, sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar.

Além disso, foi vetado, no art. 53, item sétimo:

VII - aplicar recursos em companhias que não estejam admitidas à negociação nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 ou BOVESPA Mais da BM&F, salvo se estas tiverem realizado sua primeira distribuição pública em data anterior a 29 de maio de 2001.(RESOLUÇÃO Nº 003792, 2009).

Silveira (2010, p. 184) afirma a existência, no Brasil, de dois modelos de governança denominados de tradicional e emergente. O quadro 7, do Anexo A, apresenta as principais mudanças entre esses dois modelos.

No modelo tradicional de Governança, a maioria das empresas está sob controle familiar, com alta concentração de ações ordinárias em posse de acionistas controladores e presença de estruturas societárias complexas e grandes grupos empresariais diversificados. Já no modelo emergente existe uma visível diminuição do controle familiar das empresas e uma maior difusão da base acionária e simplificação das estruturas societárias, com maior especialização das empresas.

Com relação ao Conselho de Administração, tem-se no modelo tradicional ausência de definição clara de papéis entre conselho, diretoria e acionistas controladores – principalmente em empresas de controle familiar – e ausência de avaliação de desempenho do conselho e dos executivos da companhia. A remuneração do conselho é fixa, independente da sua atuação. Não há regras de formalização dos trabalhos do conselho sem a utilização de documentos formais, como atas. Na verdade, o conselho parece criado apenas para atender às exigências legais e não para dar o apoio necessário para a governança da companhia. No modelo de Governança emergente existe uma definição clara dos papéis dos diretores do conselho e comitês. Começa a criação dos mecanismos de avaliação de desempenho e a mudança na remuneração com base nessa avaliação, além de uma formalização das funções do conselho.

No modelo tradicional, ainda são encontrados *sites* de relacionamento com investidores muito simplificados, pobres, com baixo nível de informação sobre a empresa, sobre remuneração de diretoria e conselhos, sobre transações com partes relacionadas, políticas e práticas para gerenciamento dos riscos corporativos e, principalmente, sobre o desempenho financeiro da empresa. No modelo emergente, os *sites* de relacionamento com investidores se tornaram portais interativos com informações em tempo real. Existe uma maior divulgação das informações financeiras e de governança na empresa.

O IBGC (2012) apresenta os principais pilares da Governança Corporativa no Brasil, independente do modelo de governança a ser seguido. A saber: a Prestação de Contas, Transparência, Responsabilidade Corporativa e Equidade.

Na **Prestação de contas**, os agentes da Governança Corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e, respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

No pilar de **Responsabilidade corporativa**, os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações, incorporando considerações de

ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Trata-se de uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua.

Na **Transparência**, mais que a obrigação de informar, a Administração deve cultivar o “desejo de informar”. A comunicação não deve ser apenas do desempenho econômico-financeiro, mas sim, contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que permeiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.

Na **Equidade**, há tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam acionistas ou demais *stakeholders*. Atitudes ou políticas discriminatórias não devem ser aceitáveis.

As discussões sobre Governança Corporativa no Brasil ganharam atenção inicial a partir de 1998, tendo uma real importância a partir de 2000 com a criação dos segmentos especiais de listagem relacionados às práticas de Governança, os denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Conforme determinado pela BM&FBOVESPA (2012), as características de cada segmento estão apresentadas a seguir:

(i) Mercado Nível 1:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando a Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, no qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados, etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.

- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

(ii) Mercado Nível 2:

Adesão a todas as práticas do Nível 1, além de :

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, com permissão à reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral.
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

(iii) Novo Mercado:

A característica principal desse segmento é a não existência de ações preferenciais, apenas ordinárias, além das seguintes obrigações, considerando também as definidas no Nível 2:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia (*tag along*).

A adoção de práticas de Governança Corporativa gera benefícios internos, que são percebidos pelo mercado como um diferencial para a companhia. Tais benefícios – como a separação mais clara de papéis entre acionistas, conselheiros e executivos; aprimoramento do processo decisório da alta gestão (geração de ideias – aprovação – implementação – monitoramento); aprimoramento dos mecanismos de avaliação de desempenho e recompensa dos executivos; diminuição da probabilidade de fraudes, em decorrência do melhor gerenciamento dos riscos; aprimoramento dos controles internos e maior institucionalização e transparência perante os *stakeholders* – tornam a empresa atrativa para o mercado, gerando melhorias financeiras e impacto direto nas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA, 2012).

2.4.2. Governança Corporativa no Mundo

O sistema de governança de cada empresa depende muito do ambiente institucional em que está inserida. Cada estado modela a formação do seu mercado de capitais local e o grau de proteção aos investidores das empresas. A proteção aqui descrita modela o nível de Governança Corporativa a ser assumido pelas empresas.

2.4.2.1. A Governança Corporativa nos EUA

Uma das características do mercado de capitais americano é a pulverização do controle acionário. Segundo Silveira (2005, p.45), a Governança Corporativa nos Estados Unidos iniciou-se na década de 80, devido “a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos.”

As décadas de 1960 e 1970 foram caracterizadas por executivos fortes, porém donos fracos. A separação da propriedade com o gerenciamento das empresas gerou poder aos executivos, causando o problema de agência. A maioria dos conselhos era de ex-funcionários, ex- executivos ou amigos do *Chief Executive Officer* (CEO) da sua rede de relacionamento, tendo como função principal apenas dar conselhos, porém nunca atuar contra o CEO. Segundo Mace (1971) *apud* Jackson (2010), nessa época, os participantes independentes eram muito poucos e raros, chegando a no máximo 25% de todos os diretores.

Durante a década de 80, o poder dos executivos começou a ser desafiado, devido ao crescimento lento da economia, à pressão de concorrência estrangeira e às altas taxas de juros. Nesse cenário, apareceram os novos investidores institucionais, os quais tornaram uma nova e importante categoria de *stackholders*. Os fundos de pensão passaram a ser os investidores mais importantes nos USA, adquirindo cerca de 28% da participação societária (JACKSON, 2010).

Na tabela 3, é apresentada a porcentagem de participação societária dos investidores americanos, nas empresas, desde 1945 a 2007. Verifica-se que a concentração de participação, que na década de 45 estava apenas no indivíduo, foi gradualmente se expandindo para investidores estrangeiros, fundos de pensão e fundos mutos, principalmente.

Tabela 3 – Participação Societária dos investidores americanos.

	1945	1955	1965	1975	1985	1995	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Indivíduo	93,10%	88,10%	83,80%	69,60%	54,20%	52,30%	41,60%	38,10%	35,90%	32,90%	30,00%	27,70%	25,40%
Governo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,30%	0,60%	0,70%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Investidores Estrangeiros	2,30%	2,30%	2,00%	4,00%	6,00%	5,70%	10,30%	11,20%	11,80%	12,20%	12,60%	13,50%	13,00%
Bancos	0,20%	0,40%	0,30%	0,50%	0,20%	0,20%	0,20%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Seguradora	2,40%	3,20%	2,90%	5,00%	5,80%	5,20%	6,40%	7,20%	7,10%	7,20%	7,50%	7,80%	8,00%
Fundos de Pensão	0,00%	2,20%	5,90%	15,80%	28,00%	23,20%	21,00%	22,40%	22,90%	23,20%	23,3, %	23,30%	22,80%
Fundos Mutuos	0,80%	2,40%	4,20%	4,00%	5,00%	12,10%	18,50%	18,40%	19,50%	21,20%	22,80%	23,80%	25,50%
Outros	1,20%	1,40%	0,90%	1,10%	0,80%	1,00%	1,40%	1,70%	2,00%	2,50%	26,30%	3,10%	4,50%

Fonte: Adaptado pela autora (JACKSON, 2010, p. 71).

Carlsson (2001) *apud* Silveira (2005, p.32) ressalta o papel pioneiro do fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, *California Public Employees Retirement System* (Calpers), que foram os grandes propulsores do movimento de Governança Corporativa nos EUA. Segundo o autor, o estopim para o movimento por parte dos fundos de pensão foi uma oferta recusada da compra da Texaco, em 1984, pelos seus executivos, que prejudicou os acionistas.

Uma das atuações iniciais da Calpers foi a de ajudar na criação, em 1985, do Conselho de Investidores Institucionais (*Council of Institutional Investors*, CII), cuja missão é educar os seus membros, os formuladores de políticas e o público sobre Governança Corporativa, assim como os direitos de acionistas e questões relacionadas com investimento. É relevante mencionar que os membros do Conselho têm uma significativa participação de longo prazo nos mercados financeiros dos EUA.

Durante o início dos anos 90, a tendência para investidores grandes continuou, mas foi reformada pelos executivos, que começaram a defender seu próprio poder, blindando as firmas para não receber indesejáveis ofertas de aquisição, entretanto, também se alinharam cada vez mais aos interesses dos *stakeholders*, adotando novas formas de pagamento e novas ideologias. (DOBBIN & ZORN, 2005 *apud* JACKSON, 2010). No meio da década de 90, mais da metade das firmas de capital aberto tinham a maioria dos conselhos composta por diretores independentes.

Na tabela 4, verifica-se a composição do Conselho de Administração no mercado americano, dentre os anos de 1950 e 2005. Observa-se que os diretores independentes eram raros e chegavam a 25% ou menos de todos os diretores dos Conselhos até os anos 70. O conceito de independência não desempenhava um

papel importante na estruturação dos Conselhos. Estes ao invés de independentes utilizavam os afiliados - funcionários que não eram aproveitados pela empresa em tempo integral.

Em 1974, a SEC começou a exigir a divulgação da existência de um Comitê de Auditoria, bem como a comunicação sobre as atividades desses comitês. Da mesma forma, só em 1977, é que a NYSE começou a exigir conselheiros independentes da gestão, como parte de sua lista de requisitos para o Conselho de Administração. (GORDON, 2007, p.1480 *apud* JACKSON, 2010, p.12)

Tabela 4 – Composição dos Conselhos de Administração de 1950 a 2005.

Ano	Interno (%)	Afiliado (%)	Independente (%)
1950	49	26	22
1955	47	30	23
1960	43	31	24
1965	42	33	25
1970	41	34	25
1975	39	31	30
1980	33	30	37
1985	30	31	39
1990	26	14	60
1995	21	15	64
2000	18	15	67
2005	15	11	74

Fonte: Adaptado pela autora (JACKSON, 2010, p. 72).

A Governança Corporativa mudou suas características ao longo dos anos nos EUA. No quadro 2, verifica-se as características da Governança Corporativa no mercado americano, dentre as décadas de 1960 e 2000. Pode-se averiguar que, em 1960 e 1970, a propriedade era individual e os Conselhos de Administração eram realizados com a característica de uma consultoria interna com funcionários da empresa. A remuneração era fixa e a regulação no mercado era fraca. A partir de 1980 a 2000, verifica-se a transformação da propriedade de individual para investidores institucionais, os Conselhos de Administração passaram a ser compostos por membros independentes e a regulamentação passou a ser rígida.

	1960s - 1970	1980s	1990s	2000s
Propriedade	Disperso e individual	Investidores Institucionais	Investidores Institucionais	Investidores Institucionais
Mercado para controle corporativo	Fraco	Forte	Médio	Médio
Conselhos	Interno como consultoria	Interno como consultoria	Externo - monitorando	Externo - monitorando
Remuneração Executiva	Fixa	Ações	Ações	Ações
Guarda/Vigia	Regulação fraca	Regulação fraca	Regulação fraca	Regulação forte

Quadro 2 – Propriedade do controle corporativo ao longo dos anos.

Fonte: Adaptado pela autora (JACKSON, 2010, p. 22).

O mercado de capitais americano é um dos maiores em volume negociado e principalmente em número de companhias listadas, locais e estrangeiras. Na tabela 5, é apresentado o montante de companhias internas e estrangeiras listadas nas bolsas de valores, no ano de 2010, para a região das Américas. A Bolsa americana contém 49% das companhias listadas na região, num total de 5.016 empresas. Destas, 749 são estrangeiras. A BM&F aparece em quarto lugar, com um total de 381 empresas listadas.

Tabela 5 – Empresas listadas nas Bolsas de Valores da região Américas.

Bolsa de Valores	Total	Companhias Domésticas	Companhias Estrangeiras
NASDAQ e NYSE (US)	5.016	4.267	749
TSX Group (Canadá)	3.741	3.654	87
México	427	130	297
BM&F	381	373	8
Lima	248	199	49
Santiago	231	227	4
Buenos Aires	106	101	5
Colômbia	86	84	2
Bermuda	45	14	31
Total Região – América	10.281		

Fonte: Adaptado pela autora (World Federation of Exchanges, 2012).

Na tabela 6, verifica-se o montante de companhias internas e estrangeiras listadas nas bolsas de valores, no ano de 2010, para a região das Américas, Europa e África.

Tabela 6 – Empresas listadas nas Bolsas de Valores da região Américas, Europa e África.

Bolsa de Valores	Total	Companhias Domésticas	Companhias Estrangeiras
NASDAQ e NYSE (US)	5.016	4.267	749
TSX Group	3.741	3.654	87
BME Spanish Exchanges	3.345	3.310	35
London SE Group	2.966	2.362	604
NYSE Euronext (Europe)	1.135	983	152
Deutsche Börse	765	690	75
NASDAQ OMX Nordic	754	752	2
Tel Aviv SE	613	596	17
Warsaw SE	584	569	15
Mexican Exchange	427	130	297
Johannesburg SE	397	352	45
BM&FBOVESPA	381	373	8
Outros	3.986	3.500	486
Total Região - América	24.119		

Fonte: Adaptado pela autora (*World Federation of Exchanges*, 2012).

Pelo tamanho do mercado e pelos princípios de governança existentes, os EUA vêm, ao longo dos anos, definindo os padrões de uma eficaz e eficiente Governança Corporativa.

As principais características da Governança Corporativa nos EUA, segundo Silveira (2010, p.145), são as grandes empresas com estrutura de propriedade dispersa, acionistas mais fracos e executivos fortes, caracterizando um clássico problema de agência; conselhos de administração com cada vez mais membros independentes e acionistas que atuam de forma crescente, engajados nas assembleias.

2.4.2.2. Lei Sarbanes-Oxley

Em julho de 2002, foi promulgada a lei de *Sarbanes-Oxley* (SOX), nos Estados Unidos, estabelecendo uma das maiores reformas já ocorrida na regulamentação do mercado de capitais norte-americano. A lei foi uma reação aos eventos de mercado que causaram sérias perdas de credibilidade e confiança dos investidores e público em geral.

A lei visa à melhoria dos controles internos organizacionais, diminuindo as chances de materialização do risco de apresentação de demonstrações financeiras

indevidas ou errôneas. A implementação e manutenção da lei, contudo, trouxeram um custo alto para as companhias americanas e suas subsidiárias, que, ao seguirem os procedimentos e descritivos estabelecidos no *Audit Standard 2* do *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB, em português, Conselho de Auditores de Companhias Abertas) tiveram que aumentar consideravelmente seus gastos com auditorias externas e internas, consultorias de risco, criação e adaptação de sistemas integrados denominados *Enterprise Resource Planning* (ERP) e também aumento do número de funcionários para a realização dos inúmeros controles implementados, garantindo a correta segregação de funções na Companhia.

A SOX foi criada por iniciativa do senador democrata Paul Sarbanes e do deputado republicano Michael Oxley e estabeleceu regras para a padronização e aperfeiçoamento dos controles financeiros das empresas que possuem capital negociado na Bolsa de Nova Iorque. A Sox tinha como objetivo fundamental a restauração da confiança no mercado de capitais, a qual fora abalada por uma série de escândalos financeiros que envolveram empresas de grande porte nos Estados Unidos, como, por exemplo, a Enron. A utilização de sofisticadas técnicas e transações para a manipulação de dados dos relatórios financeiros, por parte dos executivos-chefes das empresas fraudadoras, expôs de forma muito clara, a fragilidade dos sistemas financeiros e contábeis corporativos.

Considerada uma das maiores empresas americanas, a Enron, fundada no ano de 1985, atuante no mercado de commodities de energia, pediu concordata dia 02 de dezembro de 2001, e teve sua falência decretada 10 dias depois, pelo Congresso Americano, com uma dívida superior a 25 bilhões de dólares.

A Enron era tida como uma das empresas da elite americana e era a sexta maior empresa de energia do mundo, em capitalização de mercado; um conglomerado sediado em Houston, Texas, que faturou US\$101 bilhões de dólares em 2000. Foi considerada a quinta maior empresa dos EUA em faturamento, com US\$ 138 milhões de receita, segundo a publicação Fortune 500 para o ano de 2002 (CNN, 2012).

As fraudes foram realizadas por meio de manobras contábeis para mascarar a real situação da Companhia. Os administradores tinham total interesse na manipulação dessas informações. Conforme artigo publicado, em 2005, sobre o fundador e CEO da Enron:

Kenneth Lay reuniu mais de 200 milhões de dólares em ações nos últimos quatro anos vendidas antes que o escândalo estourasse e transformasse em pó o fundo de pensão de mais de 20 mil funcionários da empresa. (CARVALHO, 2005, p.10)

Cohen (2002) resumiu a prática que levou Enron à ruína: "A Enron varria débitos para entidades especiais das quais detinha participação majoritária mas que, por causa de uma norma contábil duvidosa, não eram consolidadas no balanço final."

No caso da Enron, a auditoria externa que realizava a análise dos balanços era a Arthur Andersen, que também era a consultoria estratégica. As atividades acima mencionadas são incompatíveis, devendo-se ressaltar que, no Brasil, a incompatibilidade de tais atividades é disciplinada pela instrução normativa nº 308, da CVM, que dispõe:

Art. 23. É vedado ao Auditor Independente e às pessoas físicas e jurídicas a ele ligadas, conforme definido nas normas de independência do CFC, em relação às entidades cujo serviço de auditoria contábil esteja a seu cargo:
I – adquirir ou manter títulos ou valores mobiliários de emissão da entidade, suas controladas, controladoras ou integrantes de um mesmo grupo econômico ou
II - prestar serviços de consultoria que possam caracterizar a perda da sua objetividade e independência. (CVM, 1999)

Devido aos acontecimentos acima descritos, a SOX determinou penas e responsabilidades dos executivos, na ênfase de tentar recuperar o equilíbrio no mercado de capitais. Aqueles que forem condenados pela SOX poderão pagar multas previstas, que variam de 1 milhão a 5 milhões de dólares, e a diretoria poderá cumprir pena de reclusão entre 10 e 20 anos.

Dividida em onze títulos (capítulos) a SOX obriga as empresas a reestruturarem processos para aumentar os controles, a segurança e a transparência na condução dos negócios, na administração financeira, nas escriturações contábeis e na gestão e divulgação das informações. A prática define como obrigatória uma série de medidas que já eram consideradas, no mundo todo, como práticas de boa Governança Corporativa.

É importante citar que a SOX está criando novos desafios de negócios para as companhias, nas seções 301, 302, 404 e 906. Esses desafios causaram grande impacto nas companhias, a saber:

- A Seção 301 da SOX considera as responsabilidades e atividades do Comitê de Auditoria. A Lei requer a existência de um Comitê de Auditoria (ou órgão

equivalente) e define suas responsabilidades. Além disso, exige a constituição e estatuto dos comitês e conselhos, e, caso já sejam existentes, exige uma reavaliação e adaptação às novas regras.

- A Seção 302 da SOX considera a divulgação e transparência nas Demonstrações Financeiras. A lei determina novos padrões de divulgação e implicações graves em caso de não cumprimento.

- A Seção 404 da SOX, considerada a mais importante, determina certificações periódicas a serem feitas pelos administradores das Companhias, sendo necessária a avaliação de seus controles internos e emissão de relatórios sobre esses controles pelos auditores externos.

- A Seção 906 da SOX cria novas responsabilidades para os administradores das companhias e novas penalidades pessoais. As políticas das Companhias devem ser reavaliadas para assegurar aderência, e os executivos devem entender as novas exigências e as implicações de não aderir-las.

Para supervisionar os processos de auditoria das empresas sujeitas à SOX, foi criado o PCAOB, que tem a missão de estabelecer as normas de auditoria, controle de qualidade, ética e independência em relação aos processos de inspeção e a emissão dos relatórios de auditoria. São previstas inspeções às empresas de auditoria para obrigá-las a cumprir as regras estabelecidas e estar sempre em consonância com a SEC.

A SOX se refere de forma explícita aos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), na versão US GAAP, para a definição de quais sejam as normas e práticas contábeis a serem aplicadas. Está em andamento, sob a coordenação da SEC, um processo oficial de adoção do padrão de reporte internacional, denominado *International Financial Reporting Standards* (IFRS), de influência europeia e administrado pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), no lugar do US GAAP, que deverá ser concluído até 2016.

Após os primeiros anos de implementação, apesar dos benefícios apresentados pela nova lei, os custos ainda são preocupantes, pois nesse período inicial, evidenciou-se a dificuldade na adequação e manutenção dos requisitos exigidos pela lei, bem como gastos demasiados para realizá-los. Verificaram-se algumas publicações de cunho científico quanto à percepção, em relação a esse assunto, de alguns pesquisadores. Para Peleias et al. (2006, p. 3):

A adequação à Lei *Sarbanes-Oxley* apresenta algumas dificuldades. Este processo, por si só, requer investimentos iniciais para efetuar-se o diagnóstico dos controles internos existentes, e a identificação dos pontos falhos que precisam ser trabalhados. Como uma parte substantiva do sistema de controles internos está embasada nos sistemas de informação, os quais devem estar desenhados e construídos com o estabelecimento de pontos de controle interno, os recursos a serem empregados para a sua adaptação podem ser vultosos.

Oliveira e Linhares (2006, p.1) afirmam que a SOX:

[...] sacode as grandes empresas americanas e estrangeiras e movimenta milhões de dólares para que elas possam se enquadrar às regras que visam a proteção dos acionistas minoritários do mercado de capitais...

Goldenberg (2008) declara que, apesar dos três anos de implementação da SOX, as empresas ainda estão vendo seus recursos serem drenados de forma inesgotável para a implementação da SOX. Kenneth Wilcox, Presidente e CEO da *SVB Financial Group*, alega que pagou mais de 20 milhões de dólares para uma das quatro maiores empresas de auditoria externa, em 2006, com um aumento de cinco vezes do valor que era pago antes dos anos da implementação.

2.4.2.3. Governança Corporativa no Reino Unido, Alemanha e Japão

Apesar do foco desta dissertação ser a análise da Governança Corporativa do Brasil e dos Estados Unidos, será comentado, de forma resumida, o tipo de Governança de outros países, a fim de demonstrar as mudanças nas características das companhias abertas de cada diferente mercado.

A Governança Corporativa do Reino Unido também tem suas particularidades, como a pulverização do controle acionário e a autorregulação do mercado. Segundo Carlsson (2001, p. 51) *apud* Silveira (2005),

uma série de escândalos nos mercados corporativos e financeiros no final dos anos 80 levou o governo do Partido Conservador a deixar claro que medidas legislativas iriam ser tomadas caso o próprio mercado não se estruturasse de forma a prevenir a ocorrência de novos escândalos.

O Reino Unido adotou ainda uma política de que não é obrigatório que as empresas adotem, na sua totalidade, as práticas de Governança Corporativa. Contudo, é necessário que haja uma explicação dos motivos da não adoção das recomendações. (SILVEIRA, 2010, p. 148)

Com base nessa política, foram elaborados alguns códigos de Governança, que poderiam ser utilizados pelas companhias. Um desses códigos, denominado *Cadbury Report*, teve como foco a composição e funcionamento do Conselho de Administração, auditorias e relatórios financeiros. (SILVEIRA, 2010, p. 148)

O IBGC, ao tratar sobre o Relatório Cadbury - Código de Práticas Recomendáveis, comenta:

[...] Sir Adrian Cadbury, chairman do Comitê de Assuntos Financeiros de Conselhos de Administração (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance), visitou o Brasil para participar de reuniões sobre este tema. Lord Cadbury foi escolhido pelo Banco da Inglaterra em 1991 como chairman da comissão formada para estudar esse assunto, após um grande número de escândalos que levaram à necessidade de uma revisão cuidadosa do papel dos conselhos de administração e de sua composição e responsabilidades na Inglaterra. A comissão que ele presidiu e que adotou o nome de Comissão Cadbury representava um esforço conjunto da Bolsa de Valores de Londres, da "Accountancy Profession" e do Conselho de Reporte Financeiro (Financial Reporting Council), todos da Inglaterra. (IBGC, 2012)

A comissão Cadbury desenvolveu um código de práticas recomendáveis (*Code of Best Practice*) para tentar impedir que muitos líderes do país participassem de conselhos das companhias uns dos outros. O código usou como base trabalhos realizados nos EUA e na Europa, e foi publicado como versão definitiva em dezembro de 1992.

O Código afirmava que o conselho deveria “manter um controle total e efetivo sobre a companhia”, eliminando, dessa forma, a situação personalizada na qual “um indivíduo dispõe de plenos poderes de decisão.” (IBGC, 2012)

A Governança Corporativa da Alemanha, por sua vez, possuía três características distintas segundo Carlsson (2001, p. 62) *apud* Silveira (2005), sendo elas:

- ✓ o modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (todos os envolvidos) como objetivo primordial das empresas, em vez da maximização da riqueza dos acionistas;
- ✓ o papel limitado do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco;
- ✓ a gestão coletiva das empresas.

Segundo Silveira (2010, p. 151), “o ambiente empresarial alemão é caracterizado por uma concentração acionária bem-superior à dos países anglo-

saxões.” A concentração de um acionista majoritário pode chegar a 60% quando comparada aos 9% das empresas listadas na bolsa de Nova Iorque.

A Governança Corporativa do Japão, por sua vez, tem como principais objetivos o equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* envolvidos e a garantia de emprego vitalício para os seus funcionários. Segundo Silveira (2010, p.159), o modelo de Governança japonês pode ser considerado um híbrido; “Por um lado, seu mercado de ações é razoavelmente bem-desenvolvido (...). Por outro, os bancos são a principal fonte de recursos, exercendo o papel de financiadores de grandes conglomerados.”

2.4.3. Comparação dos sistemas de Governança Corporativa

Conforme apresentado nos itens anteriores sobre a Governança Corporativa no mundo, apesar de ter o mesmo princípio da proteção aos investidores e diminuição dos problemas de agência, é conduzida de maneira bem-diferente nos diversos países.

Enquanto nos Estados Unidos e na Inglaterra o objetivo é a proteção aos investidores de qualquer tipo, na maioria dos países europeus, assim como no Japão, o objetivo não é garantir a proteção a pequenos investidores, e sim, a grandes bancos e grandes investidores.

Segundo Shleifer e Vishny (1996), apesar das diferenças, sistemas de Governança Corporativos, criados e aplicados com sucesso, como os dos Estados Unidos, Alemanha e Japão, são a combinação de proteção legal de, pelo menos, pequenos investidores até grandes investidores. Ainda conforme os autores, essa combinação separa esses países da maioria dos países que acabam por oferecer proteção limitada aos seus investidores.

De acordo com La Porta (2000) *apud* Silveira (2005), os EUA e o Reino Unido possuem um sistema legal que garante maior proteção relativa aos acionistas que aos credores, fomentando o mercado de capitais. Grandes investidores são menos frequentes, exceto quando a propriedade é concentrada de forma temporária em processos de aquisição.

Como a maioria dos sistemas de Governança Corporativa, incluindo os do Brasil, não são semelhantes aos dos Estados Unidos, Alemanha e Japão, os

métodos de captação de recursos são feitos por intermédio de financiamento bancário.

O IBGC (2012) apresenta um histórico com um comparativo das principais fases do modelo de Governança Brasil e Mundo. Enquanto no Brasil os registros sobre Governança Corporativa começaram, em 1995, em 1992, a publicação do relatório *Cadbury* já havia sido realizada. Em 2000, no Brasil, teve o lançamento oficial dos segmentos de Governança e, em 2002, foi realizada a aprovação da Lei *Sarbanes-Oxley*. Em 2005, enquanto o Brasil comemorava 10 anos de IBGC, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) lançava as diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal. Em 2008, foi realizado no Brasil o lançamento da primeira Carta-Diretriz sobre o tema Independência dos Conselhos de Administração, e, no mundo, a crise financeira expunha problemas de gestão de riscos e o papel dos Conselhos de Administração. O quadro 8 do Anexo B apresenta os principais modelos de governança no Brasil e no mundo.

2.5. Resultados Empíricos de trabalhos relacionados à Governança Corporativa, ADRs e Dupla Listagem

Os resultados empíricos foram verificados durante a preparação deste projeto de pesquisa. Os trabalhos analisados tiveram como base melhorias provenientes da estrutura de capital das empresas e de análise de retornos anormais no mercado de capitais de empresas brasileiras emissoras de ADRs e empresas que iniciaram práticas de Governança Corporativa dentro das suas organizações.

Bortoli e Pimenta (2004) tiveram como objetivo analisar o comportamento no mercado doméstico das ações referentes a programas de ADRs lançados na Bolsa de Valores de NYSE, no que tange aos retornos nominais excessivos, liquidez, volume e volatilidade e, constataram que 11 programas dos 17 apresentaram queda no retorno nominal após o evento, mas apenas um deles foi significativo ao nível de 5%. No que tange aos retornos excessivos em relação ao índice de mercado utilizado, notou-se que em 7 dos 18 programas houve uma diminuição após a listagem – todos não significantes a 5%. Comparando-se a janela de estimação com os 36 dias da janela do evento, 10 programas tiveram diminuição dos seus retornos

excessivos. Por outro lado, a carteira constituída pelas sete ações mais líquidas da amostra obteve acréscimo em seus retornos, cujos valores para todas as tabelas são significantes atingindo ao nível de confiança de 5%.

O trabalho realizado permitiu as seguintes observações: foram obtidos resultados sem significância estatística, portanto, não conclusivos sobre os retornos normais e excessivos após a listagem; para o volume e a liquidez constataram-se aumentos significativos em seus índices para a maioria das ações individuais e também para as carteiras com as sete ações mais líquidas.

Pires (2005), por sua vez, teve como objetivo do trabalho realizar uma pesquisa empírica com as empresas que lançam ADRs, visando verificar o impacto gerado pela divulgação de emissão e a participação dos níveis de Governança Corporativa da BOVESPA sobre o retorno anormal das ações negociadas no Brasil. Para análise desse estudo de evento, foram selecionadas 14 empresas que atendiam ao propósito da pesquisa. Após a realização dessa análise, não foi possível constatar nessas empresas variação que tornasse hábil a identificação do aumento ou da redução de retornos anormais ocasionados pelo anúncio da emissão e emissão de ADRs, assim como da entrada dos níveis de Governança Corporativa da BOVESPA.

Matucheski, Clemente e Sandrini (2009) investigaram se a Governança Corporativa constitui força redutora da volatilidade das ações em períodos de elevado grau de incerteza, como a crise de 2008. Os resultados encontrados indicam que, no quadro de assimetria de informação, que caracteriza o mercado acionário brasileiro, a Governança Corporativa consegue reduzir a volatilidade dos preços das ações em períodos de elevado grau de incerteza, como ocorreu no último quadrimestre de 2008. Nesse período, os preços das ações de empresas que praticam Governança Corporativa apresentaram menor desvio-padrão das que não praticam, o que permite concluir que a sua volatilidade foi menor.

Batistella, Corrar, Bergmann e Aguiar (2004) tiveram como objetivo do trabalho analisar se a adoção de diferenciadas práticas de Governança Corporativa ocasiona um melhor retorno nas ações de uma companhia negociada em bolsas de valores. Mais especificamente, tem-se como objetivo verificar se empresas situadas no Brasil, que adotaram práticas de Governança Corporativa diferenciadas, por meio da entrada em algum segmento do Novo Mercado da BOVESPA, apresentaram uma variação positiva no retorno de suas ações cotadas na BOVESPA, em um determinado período de tempo. Concluiu-se que, por meio da metodologia de

Estudo de Eventos e do teste dos sinais, a entrada em segmentos do Novo Mercado da BOVESPA não proporcionou um retorno extraordinário no período analisado.

Holthausen (2001) teve como objetivo mensurar os efeitos anormais nos preços das ações decorrentes do primeiro lançamento de ADRs, em cada nível de emissão no mercado norte-americano, pelas empresas brasileiras e, identificar possíveis alterações decorrentes desses lançamentos, na volatilidade absoluta das ações no mercado local e, ainda, examinar a existência de alterações decorrentes desses lançamentos na performance ajustada ao risco das ações. O autor encontrou níveis significativos de confiança nos retornos anormais, no período da janela do evento.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) investigaram empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. A amostra do estudo é composta por 154 empresas não financeiras, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Os resultados obtidos sugerem que o grau da alavancagem financeira das empresas é significativamente influenciado por suas práticas de governança.

Silveira (2008) verificou a relação existente entre a emissão de ADRs, utilizada no trabalho como proxy para o processo de internacionalização, e modificações na estrutura de endividamento (alavancagem), tipo de dívida utilizada, retorno e volatilidade das ações da empresa emissora. Utilizando uma amostra de 81 empresas, não foi possível verificar qualquer efeito significativo da emissão sobre a alavancagem financeira das empresas emissoras, mas sim, uma relação significativa entre a emissão de ADRs e o aumento no uso de dívidas em moeda estrangeira.

A seguir, para facilitar a visualização das informações, será apresentado, nos quadros 3 e 4, um resumo dos principais achados em relação à Governança Corporativa, a ADRs e à Dupla Listagem, publicados no Brasil ou mundialmente. Apresenta-se o nome dos autores, título do trabalho, período em que o estudo foi analisado, objetivos do estudo e os resultados identificados.

PUBLICAÇÕES NACIONAIS			
Autores	Título	Objetivos	Resultados
LUZ, J. J. M; CAMARGOS, M.A.; LIMA, J.O. (2006)	ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE DISSEMINAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES EM SITES CORPORATIVOS E DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS.	Analisar se existe associação entre disseminação voluntária de informações em sites corporativos e desempenho financeiro.	Disseminação voluntária de informações nos sites corporativos das empresas pesquisadas está associada diretamente ao tamanho da empresa, ao retorno acionário e ao retorno sobre o ativo total, ou seja, quanto maior a empresa, o retorno acionário e o retorno sobre o ativo, maior tende a ser a transparência e a divulgação de informações ao mercado por meio dos sites corporativos. Foi encontrada, também com significância estatística, uma associação negativa entre o retorno sobre o patrimônio líquido e a disseminação voluntária de informações na internet.
COSTA, A.R.; CAMARGOS, M.A. (2005)	ANÁLISE EMPÍRICA DO IMPACTO DA ADEÇÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA SOBRE O RETORNO DOS ACIONISTAS.	Analisar o comportamento dos retornos anormais em períodos próximos à adesão de 10 empresas aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, visando avaliar o seu impacto sobre o retorno dos acionistas, isto é, se criou valor para os seus acionistas.	A adesão das empresas analisadas não proporcionou, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas, ou seja, não resultou na criação de riqueza para estes últimos.
SOARES, C.R.P. (2003)	O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O COMPORTAMENTO DAS AÇÕES NO BRASIL: O CASO DO PAPEL E CELULOSE.	Analisar o empenho das empresas de celulose e papel que engressaram no nível 1, bem como o desempenho do índice de governança corporativa.	Os parâmetros das variáveis binárias foram significativos para algumas empresas, tais como Aracruz, Ripasa e VCP, e não significativos para a Klabin e a Suzano.
OKIMURA, R. T. (2003)	ESTRUTURA DA PROPRIEDADE, GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR E DESEMPENHO DAS EMPRESAS NO BRASIL.	Investigar a relação entre estrutura de propriedade e controle, e valor e desempenho das empresas não financeiras privadas brasileiras, listadas na Bolsa de São Paulo.	Os resultados sugerem uma influência quadrática da concentração de votos no valor e uma influência negativa do excesso de votos no valor, mas positiva no desempenho.

Quadro 3 – Resultados empíricos sobre Governança Corporativa, ADR e dupla listagem _ Publicações Nacionais

Fonte: Elaborado pela autora.

PUBLICAÇÕES INTERNACIONAIS			
Autores	Título	Objetivos	Resultados
GUGLER, K., MUELLER, D. C., YURTOGLU, B. B. (2003)	<i>CORPORATE GOVERNANCE AND THE RETURNS ON INVESTMENT.</i>	Analisar o impacto da estrutura de Governança Corporativa nas instituições de 61 empresas, de vários países.	O país de origem da companhia resultou ser uma importante referência, já que países com sistema legal inglês tiveram maiores retornos cobrindo seu custo de capital, enquanto países de outras nacionalidades tiveram retornos menores.
LITVAK, K. (2007)	<i>THE EFFECT OF THE SARBANES-OXLEY ACT ON NON-US COMPANIES CROSS-LISTED IN THE US.</i>	Comparar reações à exposição à Lei SOX, em empresas estrangeiras com empresas que não foram obrigadas a se adequar à SOX.	Foi verificado que as ações das empresas estrangeiras em compliance com SOX aumentaram significativamente comparada com empresas que realizaram a dupla listagem, sem a necessidade de adaptação a SOX.
PIOTROSKI, J.D., SRINIVASAN, S.(2008) Período de Análise: de 1995 a 2006	<i>THE SARBANES-OXLEY ACT AND THE FLOW OF INTERNATIONAL LISTINGS.</i>	Examinar o impacto econômico da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) analisando o comportamento das empresas listadas nas bolsas dos EUA e Inglaterra.	Grandes empresas listadas, cuja preferência poderia ser EUA ou Bolsa de Londres, não mudaram devido às necessidades definidas pela SOX. Em contrapartida, para empresas de pequeno porte que tiveram que realizar essa escolha, considerarm os custos de implementação da SOX.
COFFEE, J. C. (2002)	<i>THE IMPACT OF CROSS-LISTING AND STOCK MARKET COMPETITION ON INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE.</i>	Examinar se as leis locais dos países causam impacto na decisão de dupla listagem a ser realizada pela empresas.	As empresas competem entre si, para garantir a melhor qualidade das suas transparências e adequando-se às regras. Essa competição criou uma divergência muito grande das empresas que se adequaram às regras de dupla listagem com empresas locais. O artigo definiu, portanto, que a dupla listagem se tornou a mais nova forma de competição entre empresas locais.
HAIL, L.. LEUZ, C. (2004)	<i>COST OF CAPITAL EFFECTS AND CHANGES IN GROWTH EXPECTATIONS AROUND US CROSS LISTING.</i>	Examinar se a dupla listagem para empresas não americanas reduz o custo de capital.	A dupla listagem reduz o custo de capital para mais da metade da valorização da companhia, depois da dupla listagem.
LANG, M.H., LINS, K.V., MILLER, D. (2002)	<i>ADRs, ANALYSTS AND ACCURANCEY: DOES CROSS LISTING IN THE US IMPROVE A FIRMS INFORMATION ENVIRONMENT AND INCREASE MARKET VALUE?</i>	Investigar a relação entre a dupla listagem nos Estados Unidos com o ambiente de controles internos e das informações da empresa, aumentando assim seu valor de mercado, ao compará-lo com o das empresas não americanas.	Empresas emissoras de DRs no mercado americano tem um ambiente de controles internos melhor que as empresas não listadas.
COSTA, N. C. A; LEME, C.F.; LAMBRANHO, P.P;L	<i>THE MARKET IMPACT OF CROSS-LISTING: THE CASE OF BRAZILIAN ADRs.</i>	Examinar o impacto da listagem de ADRs no risco e retorno das ações Brasileiras.	Os resultados mostram que a listagem em ADRs não apresenta e não pode ser associada aos retornos anormais na data da listagem.

Quadro 4 – Resultados empíricos sobre Governança Corporativa, ADR e dupla listagem _ Publicações Internacionais
Fonte: Elaborado pela autora.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE E ESTUDO DE EVENTO

3.1. Hipótese de Eficiência de Mercado

A teoria de Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM), a ser apresentada, será um dos pilares importantes para a introdução do Estudo de Evento no tópico a seguir.

A HEM afirma que o preço de um ativo reflete as informações disponíveis no mercado, impossibilitando aos investidores qualquer ganho anormal (retornos superiores ao retorno ajustado ao risco de determinado ativo). Como afirma Van Horne (1995) *apud* Lucchesi (2005, p.37):

[...] o mercado financeiro eficiente existe quando os preços dos ativos refletem o consenso geral sobre todas as informações disponíveis acerca da economia, dos mercados financeiros e da empresa, específica envolvida, ajustando rapidamente essas informações nos preços das ações.

Ao desenvolver a hipótese, Fama (1970) definiu as seguintes restrições do mercado: não há custos de transação na negociação de títulos; as informações estão disponíveis no mercado sem qualquer custo para todos os participantes; e, todos os participantes do mercado possuem expectativas semelhantes em relação às implicações da informação disponível.

Fama (1970, p.388) dividiu a eficiência do mercado em subgrupos definidos pela velocidade com que afetam os preços dos ativos. A incorporação de cada um desses tipos de informação à HME implica em uma forma distinta de eficiência a ser demonstrada a seguir:

- (i) Forma Fraca: Um mercado é eficiente na forma fraca quando incorpora integralmente a informação contida nos preços passados. Segundo Fama (1970), investidor nenhum pode obter retornos anormais (em excesso) com base na expectativa de que preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros. Informações de preços passados não são úteis ou relevantes para atingir retornos em excesso.

- (ii) (Forma Semiforte: Um mercado eficiente na forma semiforte define que os preços devem refletir instantaneamente as informações públicas disponíveis. Segundo Ross (2002) *apud* Lucchesi (2005),

um mercado é eficiente em termos de informação, quando os preços contêm a informação, ou seja, quando os preços absorvem instantaneamente o conteúdo de novas informações, impossibilitando a obtenção de retornos extraordinários ou anormais mediante o uso de tais informações.

- (iii) Forma Forte: Um mercado é eficiente na forma forte quando os preços das ações no mercado refletem o total de informações públicas ou não. Portanto, nenhum investidor poderia obter retornos extraordinários, mesmo utilizando dados confidenciais ainda não publicados, pois o ajuste dos preços no mercado é instantâneo.

3.2. Estudo de Evento

O estudo de evento é uma tentativa de verificar se existem impactos nos preços de títulos quando do acontecimento de algum evento específico. Mackinlay (1997) define o estudo de evento como o método pelo qual é possível medir o efeito de um evento econômico no valor de uma determinada empresa. Tal método é possível devido à hipótese de mercado eficiência, já analisada no capítulo anterior, em que o efeito de um evento será refletido imediatamente nos preços dos ativos.

Para Brown e Warner (1980), o Estudo de Eventos é um instrumento para se testar a eficiência do mercado, uma vez que a presença de retornos extraordinários, após um particular tipo de evento, é incoerente com a hipótese de que os preços dos títulos refletirão, imediatamente, o conteúdo da nova informação.

Trabalhos estão sendo publicados a respeito de Estudos de Eventos, tais como o de Ball e Brown (1968), que comprova que cerca da metade da variabilidade, do nível dos ganhos de lucro por ação, estaria associada a efeitos econômicos. O trabalho usou como metodologia principal o Estudo de Eventos, que, através de regressão, mostrou que há antecipação do mercado a divulgações econômicas, uma vez que não houve alterações não usuais no desempenho anormal do índice estipulado e estudado na pesquisa.

No Brasil também estão sendo realizados trabalhos de estudos de eventos. Conforme demonstrado por Procianoy e Antunes (2001) *apud* Lamounier e Nogueira (2011), decisões de investimento, por meio da variação do ativo permanente e do ativo imobilizado, afetam o preço das ações de mercado aberto. Existe uma relação direta entre as variações dos ativos e a variação do valor do preço das ações.

Mackinlay (1997) esquematizou o Estudo de Eventos estabelecendo sete passos fundamentais para a realização de um estudo desse tipo, conforme demonstrado abaixo:

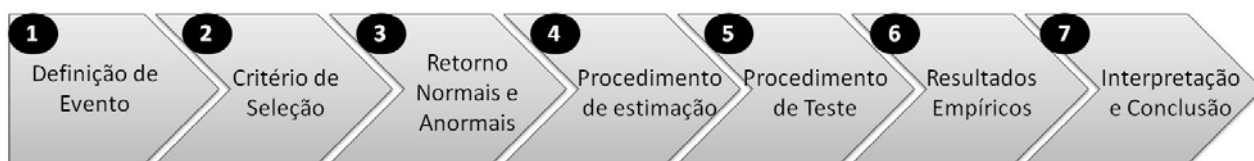


Figura 2 – Etapas de Estudo de Evento
Fonte: Adaptada pela autora a partir de Mackinlay (1997).

3.2.1. Definição de Evento

Conforme apresentado pela metodologia de Mackinlay (1997), a primeira atividade a ser realizada no estudo é a definição do evento de interesse, sendo considerada no trabalho a data do evento como “data zero”. A janela do evento são os dias antes e depois da “data zero”, ou seja, o período no qual os preços das ações das empresas envolvidas serão examinados. A data da janela do evento, porém, não pode ser curta demais, de modo que não capture eventuais informações “vazadas” dias antes da data do evento; ou longas demais, capturando oscilações não relacionadas ao evento trabalhado.

3.2.2. Critério de Seleção

Depois de definido o evento a ser estudado, bem como a janela de estimação e janela do evento, é necessário determinar o critério de seleção das empresas relacionadas no estudo. Segundo Mackinlay (1997), é importante atentar para o fato de que tal seleção pode envolver algumas restrições relativas à listagem ou não das

ações em outras bolsas de valores, bem como disponibilidade de informações quanto às cotações.

3.2.3. Retornos Normais e Anormais

A terceira parte do estudo consiste na escolha do critério de mensuração dos retornos normais e anormais, conforme definido por Mackinlay (1997):

Os retornos anormais são determinados como a diferença entre os retornos observados após o evento de um título dentro da janela do evento e o retorno normal da firma. Os retornos normais são aqueles definidos como retornos esperados sem a condição de que o evento ocorra. (MACKINLAY, 1997, p.151, traduzido pela autora)

Conforme Soares (2002) *apud* Lucchesi (2005), a forma de cálculo de um retorno normal é um dos pontos mais importantes do estudo de evento. A constatação da existência de retornos anormais permite que o pesquisador infira sobre a influência do evento nos preços das ações das empresas.

Segundo Brown e Warner (1980), o desempenho de uma ação só deverá ser considerado anormal depois de comparado com um item de mercado definido. Dessa forma, é necessário especificar o modelo de geração de retornos normais antes de proceder com os cálculos dos retornos anormais.

Considerando que o retorno normal esteja definido, os retornos anormais devem ser calculados. Para tanto, é importante estabelecer a hipótese nula e as técnicas para agregação dos retornos anormais das firmas. Conforme apresentado por Vidal & Camargos (2003) *apud* Lamounier e Nogueira (2011), os retornos anormais são acumulados nas idas posteriores à data do evento, a fim de que a reação dos preços no mercado ao longo da janela de evento seja avaliada, em razão da dificuldade de determinar a data exata em que o mercado recebeu a informação do evento em estudo e como a reação do mercado pode se difundir nesses dias.

Segundo Mackinlay (1997), existem três modelos estatísticos principais de mediação dos retornos anormais apresentados a seguir:

(i) Modelo de Retorno ajustado à média: O modelo aqui apresentado determina que o retorno médio de uma ação é constante ao longo do tempo. O retorno da ação i pode ser expresso pela fórmula a seguir:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - K \quad (1)$$

Onde,

A é o retorno anormal da ação;

R é o retorno observado da ação;

K é a constante – média simples dos retornos da ação no período da janela de estimação.

(ii) Modelo Ajustado ao Mercado: O modelo aqui apresentado define que os retornos anormais são calculados através da diferença entre o seu retorno e a carteira de mercado (portifólio), durante o período de análise. Nesse caso, a fórmula de retorno da ação está apresentada a seguir:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_m \quad (2)$$

Onde,

R_m é o retorno da carteira de mercado.

(iii) Modelo de Mercado: O modelo aqui apresentado relaciona os retornos de uma determinada ação aos retornos de um portfólio de mercado. Conforme Lucchesi (2005), uma das vantagens desse modelo é que a sua formulação leva em conta o risco específico de cada empresa. A fórmula dos retornos anormais é definida a seguir:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_m \quad (3)$$

Onde,

α e β são os parâmetros de uma regressão simples.

3.2.4. Procedimentos de Estimação

Após a seleção do modelo de retorno anormal a ser utilizado, os parâmetros dos modelos devem ser estimados utilizando as observações da janela de estimação.

A figura 3 demonstra a linha do tempo de um estudo de evento.

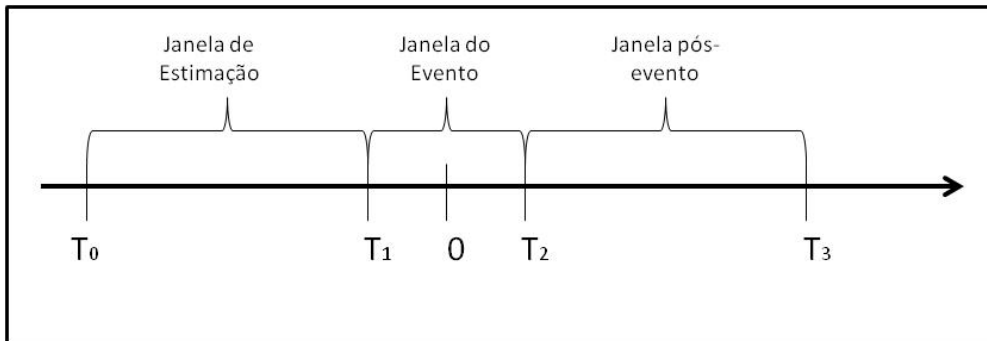


Figura 3 – Janela de Estimação de Evento
Fonte: Adaptado de Mackinlay (1997).

Onde,

0 é a data do evento

T1 até T2 é a janela do evento

T0 até T1 é a janela de estimação.

3.2.5. Procedimentos de Teste

Após o cálculo dos retornos anormais, devem ser estabelecidas as técnicas de agregação dos retornos no tempo e entre os títulos, bem como definir também o teste de hipótese, ou seja, a hipótese nula (H_0) e a hipótese alternativa (H_1). Considerando o modelo de mercado já explicado, usa-se a fórmula descrita.

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

Onde,

AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t

R_{it} é o retorno observado da ação i na data t .

R_m é o retorno do portfólio do mercado na data t .

α e β são os parâmetros de uma regressão simples.

Sendo:

$$\beta = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{t_1} (R_{it} - \mu_i)(R_{mt} - \mu_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{t_1} (R_{mt} - \mu_m)^2} \quad (4)$$

$$\alpha_i = \mu_i - \beta_i \mu_m \quad (5)$$

$$\mu_i = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{t_1} R_{it} \quad (6)$$

$$\mu_m = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{t_1} R_{mt} \quad (7)$$

Em que:

R_{it} = retorno normal observado da ação i na data t;

R_{mt} = retorno do portfólio de mercado na mesma data;

α , β e μ = parâmetros estimados de regressão linear para a ação i.

Após o cálculo dos parâmetros, deve-se definir o erro quadrático médio, que pode ser obtido por meio da fórmula:

$$\sigma^2 = \frac{1}{L-2} \sum_{t=T_0+1}^{t_1} (R_{it} - \alpha - \beta R_{mt})^2 \quad (8)$$

A variância de um retorno é a média dos quadrados dos desvios padrões dos valores a contar da média. A variância do retorno anormal é dada por:

$$\sigma^2(AR_{it}) = \sigma^2 + \left[\frac{1}{L} \left(1 + \frac{(R_{mt} - \mu_m)^2}{\sigma_m^2} \right) \right] \sigma^2 \quad (9)$$

Os retornos anormais devem então ser acumulados. A distribuição a ser apresentada a seguir é demonstrada para testar um único evento, contudo quando temos mais de um evento, precisa-se agregar as ações também no tempo.

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum AR_{it} \quad (10)$$

Onde, CAR é o retorno anormal acumulado.

A agregação no tempo das ações da amostra é realizada por meio do retorno anormal, através da fórmula a seguir:

$$\overline{AR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N A_{IT} \quad (11)$$

E a variância de $\overline{AR}$ será definida como:

$$VAR(\overline{AR}) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2_{IT} \quad (12)$$

Deve-se então realizar o cálculo do retorno anormal acumulado agregado e da variância, que pode ser verificada pela fórmula a seguir:

$$\overline{CAR} = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR} \quad (13)$$

$$VAR(\overline{CAR}) = \sum_{t=t_1}^{t_2} VAR(\overline{AR}) \quad (14)$$

Sob a hipótese nula de o retorno anormal médio acumulado ser igual a zero, o retorno anormal médio acumulado padronizado pode ser obtido por meio da expressão:

$$\emptyset = \frac{\overline{CAR}_{(t_1, t_2)}}{\sqrt{var(\overline{CAR}_{(t_1, t_2)})}} \sim N(0,1) \quad (15)$$

Onde:

$\emptyset$ é o retorno anormal médio acumulado padronizado.

3.2.6. Resultados Empíricos

Conforme apresentado por Lucchesi (2005), os resultados devem ser demonstrados respeitando-se o desenho econométrico, observando-se possíveis influências de *outliers*, principalmente em estudos com amostras pequenas.

3.2.7. Interpretação e Conclusões

As análises aqui apresentadas mostrarão se as hipóteses determinadas serão confirmadas ou rejeitadas, tendo em vista os objetivos da investigação.

4. PERCURSO METODOLÓGICO

O estudo aqui realizado visa verificar se o mercado de capitais reage reavaliando as ações das companhias, quando estas emitem ADRs no mercado estrangeiro e, para cumpri-lo, o método de análise de dados utiliza o Estudo de Eventos, que é uma metodologia que permite analisar o impacto de determinadas situações sobre as ações das companhias.

Com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa aqui realizada é considerada empírico-analítica, por meio de teste de hipótese e seguirá o modelo de Mackinlay (1997) para estudo de evento, o qual já foi amplamente abordado anteriormente.

Para a realização dessa análise, utilizam-se regressões lineares simples entre os retornos das ações das empresas estudadas e o retorno da carteira de mercado escolhida para análise comparativa, num período pré-determinado antes da data em que o evento ocorre e depois do evento. Em seguida, verifica-se a anormalidade do retorno das ações em torno da data do evento de toda a carteira por meio da comparação entre os retornos efetivamente observados e os retornos esperados pelo modelo de regressão linear. Com base na suposição de que a distribuição dos retornos das ações é normal (Z), a validação da prova científica dá-se por intermédio dos valores críticos dessa distribuição.

4.1. Definição de Evento e Seleção da Amostra

Para o presente estudo, o evento a ser analisado foi a emissão de ações na Bolsa de valores de Nova Iorque (ADR). A data do evento foi definida como sendo a data em que a dupla listagem foi realizada, conforme apresentado no *site* da Bolsa Valores de Nova Iorque (NYSE) para cada uma das amostras analisadas.

A população da amostra é composta por empresas financeiras e não financeiras de capital aberto registradas na Bolsa de Valores de São Paulo, que tiveram a emissão de ADRs no período de 1º de Janeiro de 2000 a 31 de Dezembro de 2011. Foram utilizados dados secundários, coletados de fontes distintas. Para a definição da data do evento, isto é, a data da emissão da ADR, foi utilizada a data

registrada no *website* da Bolsa de Valores de Nova Iorque e, as cotações diárias das ações, bem como as da Ibovespa foram obtidas na base de dados Economática®. Os níveis 144A e Nível I, por não terem negociação na NYSE, não farão parte das análises estatísticas realizadas, sendo parte das análises desse trabalho apenas as 34 empresas apresentadas nos Níveis II e III na tabela 2.

4.2. Coleta de dados

Os dados das ações analisados aqui neste trabalho, referentes às 53 companhias abertas a serem trabalhadas, foram coletados no banco de dados eletrônico *Economática*®. No cálculo do retorno diário das cotações e do índice BOVESPA foi utilizado o preço médio de fechamento das ações ajustado para dividendos, de maneira a não impactar no resultado da análise.

Como a amostra apresentou dias sem negociação, mantiveram-se na amostragem, apenas os dias com efetiva negociação.

Filtraram-se da base eletrônica *Economática*® todas as empresas com ações na Bolsa de São Paulo emissoras de ADR no período de 2000 a 2011. Da amostragem inicial de empresas, foram analisados aspectos que podiam gerar a exclusão das amostras, tais como empresas:

- que tiveram a data de início das negociações da ADR antes do ano de 2.000 ou a menos de 80 dias do começo do ano de 2000;
- cujas ações preferenciais e ordinárias tenham data semelhante do início da negociação, e nesse caso, foram selecionadas apenas as ações com maior volatilidade para representar a empresa;
- que possam ter sofrido fusões ou incorporações ao longo do período de análise, gerando inconsistência na análise das ações durante a janela de evento determinado;
- que a data de emissão da ADR tenha sido a mesma data da primeira negociação da ação na BM&FBOVESPA;
- que a amostra não tenha sido suficiente para a execução dos testes.

O quadro 5 apresenta as amostras que foram excluídas da análise, bem como os motivos dessa exclusão.

Amostra inicial das ações das empresas emissoras de ADRs	53
(-) Empresas emissoras de ADRs antes do ano de 2000	29
(-) Empresas emissoras de ADRs após o ano de 2011	1
(-) Empresas cuja amostra de negociações diárias era insuficiente	2
(-) Empresas emissoras de ADR na mesma data do IPO	4
Amostra Final	17

Quadro 5 – Composição dos motivos de exclusões da pesquisa
Fonte: Elaborado pela autora.

Considerando as exclusões apresentadas, a amostra inicial estudada foi de 17 eventos.

A tabela 7 demonstra o nome da empresa, classe de ações e a data do início da ADR da amostra.

Tabela 7 – Eventos da amostra inicial.

	Nome	Classe	Data de Início da Série
1	Eletrobras	ON	31/10/2008
2	Cemig	ON	12/6/2007
3	Gafisa	ON	16/3/2007
4	Embraer	ON	5/6/2006
5	Embraer	PN	5/6/2006
6	Tam S/A	PN	10/3/2006
7	Sabesp	ON	10/5/2002
8	Vale	ON	15/4/2002
9	Unibanco	PN	21/2/2002
10	Bradesco	PN	21/11/2001
11	Oi	PN	16/11/2001
12	Petrobras	PN	28/9/2001
13	Sadia S/A	PN	11/4/2001
14	Ambev	ON	28/3/2001
15	BRF Foods	PN	22/11/2000
16	Petrobras	ON	10/8/2000
17	Vale	PNA	21/6/2000

Fonte: Elaborada pela autora.

Segundo McWilliams e Siegel (1997, p.634), a amostra é uma preocupação, pois os eventos estatísticos utilizados são baseados na normalidade das hipóteses associadas a uma grande amostra. Considerando que o mercado brasileiro não possui grande número de empresas emissoras de ADR, deve ser evidenciado que a amostragem pequena desse estudo pode ter impacto negativo, distorcendo assim o resultado da análise feita.

4.3. Procedimento de Estimação

Nesta etapa da pesquisa é definida a janela de estimação e janela do evento. Segundo McWilliams e Siegel (1997, p.636), a definição da janela do evento é uma parte crítica no desenho do estudo de evento, pois pode impactar o resultado do estudo. A utilização de uma janela de evento grande reduz severamente o poder do teste estatístico Z, podendo gerar falsas deduções sobre a significância do evento. Além disso, uma janela de evento curta é capaz de capturar mais precisamente o efeito significativo do evento.

Para o estudo aqui apresentado, ao redor de cada evento, utilizou-se um período de 90 dias de negociação, sendo a janela total de 85 dias. A data do evento considerada como a data 0 (zero) e os dias numerados de -85 a + 5.

Foi definida como janela do evento uma tabela considerada de 10 dias, sendo 5 dias antes do evento (-5) e 5 dias depois da data do evento (+5).

A figura 4 resume o esquema definido da linha do tempo para a realização do estudo de evento.

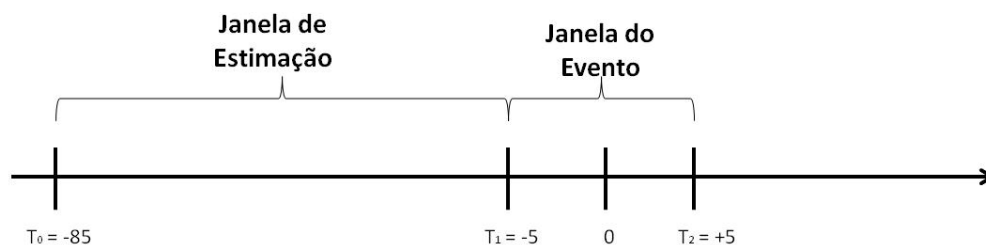


Figura 4 – Linha do tempo do estudo de evento realizado.
Fonte: Adaptada pela autora (MACKINLAY, 1997).

Onde:

$t = 0$ é a data do evento;

$t = T_0 + 1$ (- 84) até $t = T_1$ (-5) é a janela de estimação

$t = T_1 + 1$ até $t = T_2$ é a janela do evento

4.4. Mensuração dos retornos normais

Com os dados de cotações obtidos, conforme demonstrado anteriormente, foi calculado o retorno normal da carteira com base no Índice BOVESPA, que é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do IBOVESPA retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&F e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

Lucchesi (2005) utilizou três índices como parâmetro para cálculo do retorno de mercado, no Estudo de Eventos que realizou: IBOVESPA, Índice Brasil (IBrX) e o FGV-100. Entretanto, os resultados obtidos com os três índices foram extremamente semelhantes. Outros estudos de eventos aqui citados, tais como os de Perobelli e Ness Jr. (2000) e Lima (2010), também utilizaram como parâmetro do retorno de mercado o IBOVESPA. Dessa forma, sendo o Índice BOVESPA considerado o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, é plenamente justificável o seu uso no presente estudo como o paradigma do retorno do mercado.

Segundo Stevenson (2001), a regressão a ser utilizada para o cálculo do retorno normal é uma técnica que envolve uma forma de estimação de uma relação que possa existir na população. Compreende a análise de dados amostrais para saber se e como duas ou mais variáveis estão relacionadas uma com a outra numa população. A análise da regressão tem como resultado uma equação matemática que descreve esse relacionamento.

A equação de resultado pode ser usada para estimar ou prever valores futuros de uma variável quando se conhecem ou se supõem conhecidos valores da outra variável.

A regressão linear simples constitui uma tentativa de estabelecer uma equação matemática linear que descreva o relacionamento das variáveis: ação das empresas selecionadas com o índice BOVESPA.

Após o cálculo das regressões, procedeu-se ao diagnóstico dos modelos estimados, com utilização do *software Microsoft Excel*.

De acordo com Pestana & Gagero (2000) *apud* Lucchesi (2005), uma das principais suposições de um modelo de regressão linear é a linearidade das funções da regressão.

Para a análise dessa suposição, optou-se aqui pela utilização de testes formais e o critério de definição foi feito por intermédio dos níveis de significância observados.

Para o teste de linearidade das funções da regressão, foi utilizado o *software Microsoft Excel* na ferramenta de análise de dados e na função Regressão. Com o objetivo de verificar se existe uma correlação direta entre as ações da empresa estudada e o índice BOVESPA, foram utilizados os valores dos níveis de significância estatística *t* de *student* para o coeficiente (β) do modelo.

A partir do que foi apresentado por Lucchesi (2005), os coeficientes angulares das funções de regressão estimadas deveriam apresentar uma significância estatística pelo menos ao nível de 10%.

O *t* de *student* foi analisado para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, sendo que os aceitáveis seriam um *t* maior que 10% e as ações que não mostraram uma significância igual ou acima de 10% foram eliminadas da amostragem, conforme realizado por Lucchesi (2005).

A figura 5 apresenta um exemplo do cálculo realizado para o teste de linearidade. A coluna *t Stat* linha *x Variable 1* demonstra a significância estatística da amostra, que será aceita se o resultado for igual ou maior a 1,66. No exemplo abaixo, o *t Stat* é de 7,77, sendo assim, aceita a amostra.

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,660708346
R Square	0,436535518
Adjusted R Square	0,429311615
Standard Error	0,013974818
Observations	80

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,011801575	0,011801575	60,42931105	2,5795E-11
Residual	78	0,015233052	0,000195296		
Total	79	0,027034627			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,002183292	0,001571164	1,389601197	0,168603812	-0,000944656	0,00531124	-0,000944656	0,00531124
X Variable 1	0,612299257	0,078766203	7,773629207	2,5795E-11	0,455487795	0,769110719	0,455487795	0,769110719

Figura 5 – Teste de linearidade
Fonte: Preparada pela autora.

As regressões realizadas, conforme exemplo demonstrado acima, apresentaram índice de significância menor que 10% para a empresa Embraer, classe ON, que foi excluída da amostra final.

A tabela 8 demonstra a amostra final composta de 16 eventos, utilizada para a realização das análises estatísticas e retornos anormais, contendo as informações do nome da empresa selecionada, se a ação é preferencial ou ordinária, o país de sede da empresa, o setor definido dentro do sistema econômica, o tipo de ativo, código e data da dupla listagem.

Tabela 8 – Amostra Estudo de Evento para o cálculo das regressões.

	Nome	Classe	Data de Início da Série
1	Eletrobras	ON	31/10/2008
2	Cemig	ON	12/6/2007
3	Gafisa	ON	16/3/2007
4	Embraer	PN	5/6/2006
5	Tam S/A	PN	10/3/2006
6	Sabesp	ON	10/5/2002
7	Vale	ON	15/4/2002
8	Unibanco	PN	21/2/2002
9	Bradesco	PN	21/11/2001
10	Oi	PN	16/11/2001
11	Petrobras	PN	28/9/2001
12	Sadia S/A	PN	11/4/2001
13	Ambev	ON	28/3/2001
14	BRF Foods	PN	22/11/2000
15	Petrobras	ON	10/8/2000
16	Vale	PNA	21/6/2000

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados do *Economatica*®.

A tabela 9 demonstra a quantidade de empresas selecionadas na amostra final por ramo de atividade.

Tabela 9 – Setor econômica da amostra

Setor Econômica	
Energia Elétrica	1
Construção	1
Transporte Serviço	1
Outros	1
Mineração	1
Finanças e Seguros	2
Telecomunicações	1
Petróleo e Gas	1
Alimentos e Beb	3
Energia Elétrica	1
Petróleo e Gas	1
Veículos e peças	1
Mineração	1
Total	16

Fonte: Elaborado pela autora.

4.5. Cálculo e Agregação do Retorno Anormal

Após a regressão acima demonstrada, foi realizado o cálculo de retorno anormal e retorno anormal acumulado para as ações que passaram no teste de linearidade realizado. Esse retorno pode ser analisado pelo retorno observado na janela do evento menos o retorno dado pela equação do modelo. (conforme equação número 03 do modelo)

$$AR_{it} = Rit - \alpha_i - \beta_i R_m$$

Onde,

AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t
 R_{it} é o retorno observado da ação i na data t
 R_m é o retorno do portfólio do mercado na data t
 α e β são os parâmetros de uma regressão simples

Uma vez obtido o retorno anormal médio, este deve ser acumulado e agregado no tempo. (conforme equação número 10 do modelo)

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum AR_{it}$$

Onde, CAR é o retorno anormal acumulado.

Para demonstrar o resultado obtido nessa etapa da análise, serão apresentados no Anexo C, de forma qualitativa, os retornos anormais (AR) e anormais acumulados (CAR) para cada amostra, utilizando-se de tabela e gráfico.

Nas tabelas 16 a 31, no Apêndice A, são demonstradas as janelas de evento (-5) a (+5) com a informação da ação das empresas na janela de estimação, a ação do Ibovespa (Ibov), o cálculo logarítmo das ações (LN), o retorno previsto (R Previsto), o retorno anormal (AR) e anormal acumulado (CAR). Enquanto que nos gráficos 6 a 21 é visualizada a evolução do retorno anormal acumulado na janela do evento para as amostras analisadas.

Segundo Mackinlay (1997, p.21), o retorno normal acumulado de um evento não é útil para determinar a existência de relevância estatística para a amostra

completa, e, portanto, é preciso realizar a agregação dos retornos anormais e retornos anormais acumulados no tempo e nas amostras.

A agregação no tempo das ações da amostra é realizada utilizando-se do retorno anormal, através da fórmula a seguir: (conforme equação número 11 do modelo)

$$\overline{AR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N A_{IT}$$

E a variância de $\overline{AR}$ será definida como: (conforme equação número 12 do modelo)

$$VAR(\overline{AR}) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2_{IT}$$

Deve-se então realizar o cálculo do retorno anormal acumulado agregado e o da variância, que pode ser verificados pelas fórmulas a seguir: (conforme equações número 13 e 14 do modelo)

$$\overline{CAR} = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}$$

$$VAR(\overline{CAR}) = \sum_{t=t_1}^{t_2} VAR(\overline{AR})$$

Para demonstrar o resultado obtido nessa etapa da análise, serão apresentados os retornos anormais agregados ($\overline{AR}$) e anormais acumulados agregados ($\overline{CAR}$).

Na tabela 10, serão demonstrados os retornos anormais agregados ($\overline{AR}$) e anormais acumulados agregados ($\overline{CAR}$), na janela de evento para a amostra de teste.

Tabela 10 – Retornos anormais agregados ($\overline{AR}$) e anormais acumulados agregados ($\overline{CAR}$)

	Média AR	VarMédiaAR	DesvAR	Média CAR	VarMédiaCAR
-5	-0,006629618	0,000030534	0,005525754	-0,006629618	-0,00662962
-4	-0,006956945	0,000031045	0,00557176	-0,013586564	-0,01358656
-3	-0,004178351	0,000031243	0,005589525	-0,017764914	-0,01776491
-2	0,002799543	0,000030709	0,00554157	-0,014965372	-0,01496537
-1	0,006591305	0,000030858	0,005555016	-0,008374067	-0,00837407
0	-0,005126456	0,000030561	0,00552822	-0,013500523	-0,01350052
1	-0,00486821	0,000030584	0,00553025	-0,018368732	-0,01836873
2	-0,005265513	0,000030725	0,005543038	-0,023634245	-0,02363425
3	0,003548497	0,000030725	0,005543036	-0,020085748	-0,02008575
4	0,006101199	0,000030515	0,005524024	-0,013984549	-0,01398455
5	0,000625977	0,000030735	0,005543937	-0,013358572	-0,01335857

Fonte: Elaborada pela autora.

4.6. Procedimento de Teste

Esta etapa do estudo de eventos consiste em mensurar e analisar a significância estatística dos retornos anormais de cada ação.

Conforme informado anteriormente, sob a hipótese nula de o retorno anormal médio acumulado ser igual a zero, o retorno anormal médio acumulado padronizado pode ser obtido por meio da expressão: (conforme equação número 15 do modelo)

$$\phi = \frac{\overline{CAR}_{(t1,t2)}}{\left(\text{var} \left(\overline{CAR}_{(t1,t2)} \right) \right)^{\frac{1}{2}}}$$

Para demonstrar o resultado obtido nessa etapa da análise, na tabela 11, será apresentada a distribuição t para o retorno anormal agregado ($\overline{AR}$) e retornos anormais acumulados agregados ($\overline{CAR}$).

Tabela 11 - Distribuição t para retornos anormais agregados ($\overline{AR}$) e anormais acumulados agregados ($\overline{CAR}$)

	t AR	t CAR
-5	-1,1997673	-1,1997673
-4	-1,2486081	-1,7313911
-3	-0,7475324	-1,8439087
-2	0,5051894	-1,3464829
-1	1,1865500	-0,6739521
0	-0,9273248	-0,9927132
1	-0,8802875	-1,2511862
2	-0,9499327	-1,5060730
3	0,6401721	-1,2068708
4	1,1044844	-0,7974929
5	0,1129120	-0,7263592

Fonte: Elaborada pela autora.

Os valores obtidos em $\emptyset$ foram comparados com os valores críticos da distribuição normal (Z) correspondentes aos níveis de significância $\alpha = 1\%$, $\alpha = 5\%$ e $\alpha = 10\%$.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nessa fase do trabalho, apresenta-se o resultado das pesquisas realizadas e testes estatísticos. Como visto no capítulo anterior, a amostra inicial foi composta de 53 eventos, entretanto, uma vez realizadas as análises iniciais e o diagnóstico das regressões, 37 eventos foram excluídos por não estarem dentro das definições inicialmente pretendidas ou por não atenderem aos pressupostos mínimos de regressão exigidos e detalhados no capítulo 3. Dessa forma, a amostra final analisada é composta de 16 eventos, conforme demonstrado a seguir.

	Nome	Principal Acionista	Setor Econômica
1	Cemig	Estado de Minas Gerais	Energia Elétrica
2	Gafisa	Membros de Diretoria	Construção
3	Tam S/A	Holdco I S.A.	Transporte Serviço
4	Sabesp	Governo do Estado de São Paulo	Outros
5	Vale	Valepar S.A.	Mineração
6	Unibanco	Iupar - Unibanco Participações S.A.	Finanças e Seguros
7	Bradesco	Cidade de Deus Cia Cial de Participações	Finanças e Seguros
8	Oi	Bratel Brasil S.A.	Telecomunicações
9	Petrobras	União Federal (Tesouro Nacional)	Petróleo e Gas
10	Sadia S/A	BRF - Brasil Foods S.A.	Alimentos e Beb
11	Ambev	Interbrew International B.V.	Alimentos e Beb
12	BRF Foods	Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	Alimentos e Beb
13	Eletrobras	União Federal (Tesouro Nacional)	Energia Elétrica
14	Petrobras	União Federal (Tesouro Nacional)	Petróleo e Gas
15	Embraer	Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	Veículos e peças
16	Vale	Valepar S.A.	Mineração

Quadro 6 – Amostra final por acionista e setor econômica.

Fonte: Elaborada pela autora.

Analisando a amostra final, verifica-se que não existem eventos para todos os anos analisados na metodologia. Na tabela 12, mostra-se a distribuição de eventos por ano de emissão da listagem.

Tabela 12 – Distribuição de eventos por ano.

Ano	Nº de Eventos
2000	3
2001	5
2002	3
2006	2
2007	2
2008	1
Total	16

Fonte: Elaborada pela autora.

O resultado da segmentação analisada é demonstrado na tabela 13, com a seguinte estrutura: a primeira coluna é a janela do evento (-5 a +5); nas demais colunas apresentam-se os retornos anormais médios ($\overline{AR}$) e os valores percentuais dos retornos anormais médios, acumulados ($\overline{CAR}$) ao longo da janela do evento.

Tabela 13 – Retorno anormal médio e acumulado.

Amostra Completa N = 16		
Janela do evento	Média AR	Média CAR
-5	-0,66%	-0,66%
-4	-0,70%	-1,36% **
-3	-0,42%	-1,78% **
-2	0,28%	-1,50% ***
-1	0,66%	-0,84%
0	-0,51%	-1,35%
1	-0,49%	-1,84%
2	-0,53%	-2,36% ***
3	0,35%	-2,01%
4	0,61%	-1,40%
5	0,06%	-1,34%

* Nível de Significância de 1%

** Nível de Significância de 5%

*** Nível de Significância de 10%

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com a tabela acima, para a amostra completa dos 16 eventos, o retorno anormal médio ($\overline{AR}$) apresentou valor de -0,51% no dia do evento (data 0). Após essa data, continuou apresentando retornos negativos nos dias subsequentes da janela do evento, sem que houvesse algum valor estatisticamente relevante. Com relação ao retorno anormal médio acumulado ($\overline{CAR}$), a amostra apresentou um retorno negativo e estatisticamente significativo ao nível de 5% nos dias -2 e 2, na janela do evento. A data 0 do evento apresentou um valor negativo de -1,35% sem ser considerado estatisticamente significativo. Nos dias -4 e -3, a amostra apresentou um retorno negativo e estatisticamente significativo ao nível de 10%.

No gráfico 3, pode-se visualizar a evolução do retorno anormal acumulado na janela do evento.

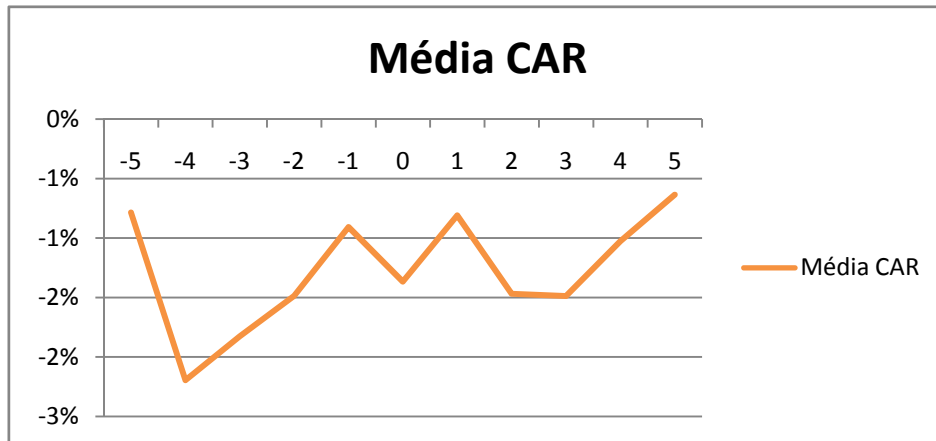


Gráfico 3 – Média CAR da amostra (-5 a +5).

Fonte: Elaborado pela autora.

No gráfico 3, é possível observar a reação positiva do mercado no dia -4 que antecede à data do evento, seguido de queda após o dia -1. Posteriormente, verifica-se que o retorno anormal acumulado continua a diminuir gradualmente, com pequenas reações positivas no dia +3, quando começa a sua estabilização.

Para melhor entendimento dos dias que antecederam à janela de evento, no gráfico 4, é possível observar as pequenas reações positivas ao longo dos 10 dias que antecedem à data do evento, e uma reação positiva a partir do dia +9, que pode não ser uma reação, necessariamente, ao evento aqui tratado.

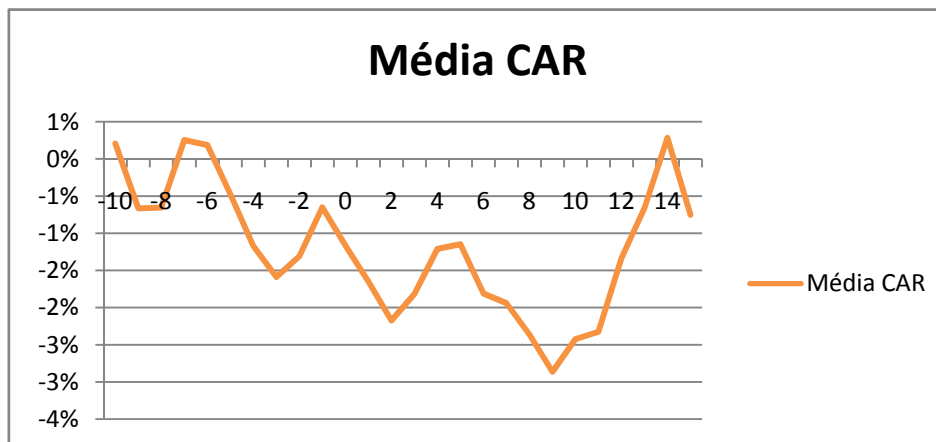


Gráfico 4 – Média CAR da amostra (-10 a +15).

Fonte: Elaborado pela autora.

Para entender melhor o ocorrido, foram analisadas separadamente as amostras em segmentações de anos. Considerando a amostra original pequena, é necessário reafirmar que a segmentação de uma amostra de 16 eventos dificulta a análise de um resultado estatístico.

Na tabela 14, apresentam-se as segmentações. A primeira para os anos de 2000 a 2005, enquanto a segunda para os anos de 2006 a 2011.

Tabela 14 – Retorno anormal médio e acumulado para 2000 a 2005.

Amostra Segmentada N = 11		
Janela do evento	Média AR	Média CAR
-5	-0,79%	-0,79%
-4	-1,41%**	-2,20%*
-3	0,37%	-1,83%**
-2	0,34%	-1,49%
-1	0,58%	-0,91%
0	-0,46%	-1,37%
1	0,56%	-0,81%
2	-0,66%	-1,47%
3	-0,02%	-1,49%
4	0,46%	-1,03%
5	0,39%	-0,64%

* Nível de Significância de 1%

** Nível de Significância de 5%

*** Nível de Significância de 10%

Fonte: Elaborado pela autora.

Analisando a Tabela 14, para a segmentação da amostra de 2000 a 2005, foram constatados retornos anormais negativos e significantes na janela do evento. O retorno médio anormal ($\overline{AR}$) apresentou valores negativos e estatisticamente significantes, no dia -4 da janela de evento com uma significância de 5%, atingindo o valor de -1,41%. Na data do evento (data 0), o valor foi negativo e não significativo em -0,46%. O retorno médio anormal acumulado ($\overline{CAR}$) apresentou valor negativo e estatisticamente significativo no dia -4, antes da data do evento, ao nível de significância de 1%, e no dia -3 ao nível de significância de 10%. Na data do evento (data 0), a amostra atingiu o seu valor 1,37%.

Tabela 15 – Retorno anormal médio e acumulado para 2006 a 2011.

Amostra Segmentada N = 5		
Janela do evento	Média AR	Média CAR
-5	-0,39%	-0,39%
-4	0,87%	0,48%
-3	-2,15%**	-1,67%
-2	0,15%	-1,52%
-1	0,84%	-0,68%
0	-0,63%	-1,31%
1	-2,78%***	-4,10%**
2	-0,24%	-4,33%**
3	1,18%	-3,16%
4	0,94%	-2,21%
5	-0,66%	-2,88%

* Nível de Significância de 1%

** Nível de Significância de 5%

*** Nível de Significância de 10%

Fonte: Elaborado pela autora.

Analisando a segunda segmentação, de 2006 a 2011, constatou-se que houve retornos anormais negativos e significantes na janela do evento. O retorno médio anormal ($\overline{AR}$) apresentou retornos anormais negativos e estatisticamente significantes no dia -3, ao nível de significância de 5% e, no dia +1, ao nível de significância de 1%. Na data do evento, o retorno foi de -0.63%. O retorno médio anormal acumulado ($\overline{CAR}$) apresentou valores negativos e estatisticamente significantes, ao nível de 5% nos dias + 1 e +2, atingindo valores de -4,10% e -4,33%, respectivamente.

As curvas do retorno anormal acumulado (CART) por ano podem ser observadas no gráfico 5.

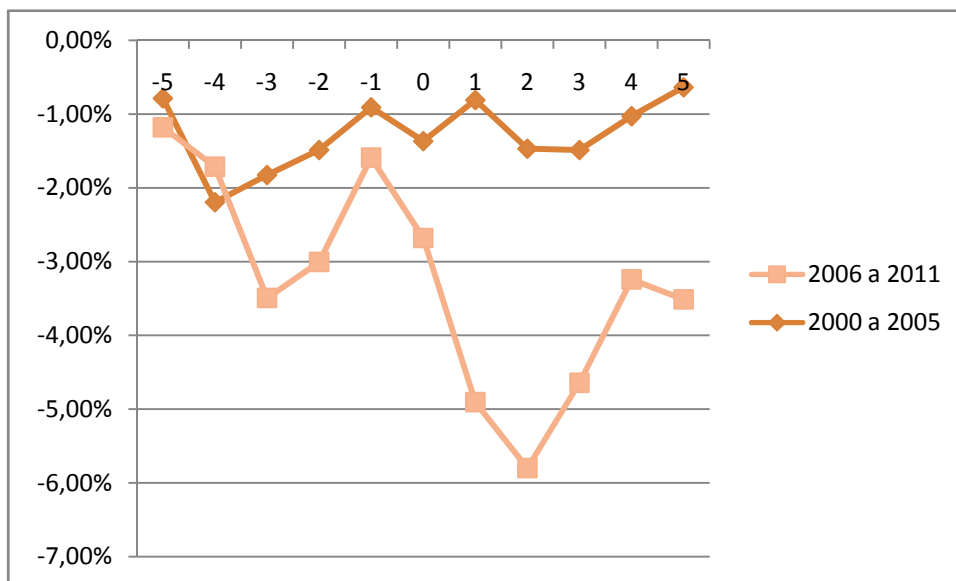


Gráfico 5 – Retorno anormal acumulado segmentado nas amostras de 2000 a 2005 e 2006 a 2011.
Fonte: elaborado pela autora.

No gráfico 21, é possível verificar pequenas reações positivas durante os dias que antecedem ao dia da data do evento, tendo seu ponto máximo no dia -1. Graficamente, essas melhorias parecem ser reações do mercado quanto ao evento que irá ocorrer, porém, estatisticamente, os valores verificados não são relevantes para que se possa afirmar que essas reações positivas têm correlação direta com o evento.

Considerando sempre que objetivo da presente dissertação é o de averiguar se a emissão de ADRs no mercado externo por empresas brasileiras gerou retornos considerados anormais nos valores das ações negociadas na BOVESPA, no mercado interno, e que para tanto, escolheu-se o método de Estudo de Eventos realizado por Mackinlay (1997), foi possível a verificação de que, com os resultados desenvolvidos, consegue-se gerar algumas constatações, demonstradas a seguir:

- A análise da amostra das empresas, trabalhada como um todo, resulta em um retorno anormal acumulado médio negativo e, em alguns dias, estatisticamente significativo, durante toda a amostra do evento.

- Verifica-se ainda que, quando se segmenta a amostra inicial em duas partes, sendo a primeira entre os anos de 2000 a 2005, contendo 11 eventos analisados, e a segunda entre os anos de 2006 a 2011, contendo 5 eventos, observa-se que apesar de patamares bem-distintos de retorno anormal acumulado, ou seja, apesar dos retornos serem mais negativos no segundo segmento que no

primeiro, os dois segmentos têm uma reação positiva, poucos dias antes da data do evento, chegando ao seu valor máximo na data de -1.

Os resultados dos testes estatísticos realizados, contudo, não são relevantes o suficiente para confirmar a hipótese (H1), que afirma que o mercado de capitais reage positivamente reavaliando o valor das ações das companhias, quando a companhia realiza a emissão de uma ADR em mercados com grande Governança Corporativa, confirmando assim a hipótese nula (H0) de que o mercado não reage reavaliando o valor das ações das companhias, quando a companhia realiza a emissão de uma ADR em mercados com grande Governança Corporativa.

É relevante inferir ainda que o resultado pode ter ocorrido devido a algumas limitações da pesquisa que impactaram nos testes, sendo a primeira delas o fato de a amostra ser relativamente pequena, podendo dificultar a análise dos resultados, principalmente na segmentação das amostras, que se tornam ainda mais reduzidas. McWilliams e Siegel (1997, p. 631) demonstram que as amostras utilizadas nos principais estudos de eventos realizados foram de pelo menos 30 eventos, para compor as análises estatísticas.

Observou-se ainda que outra limitação do estudo é que foram ignoradas quaisquer crises econômicas mundiais existentes no período de 2000 a 2011, que podem impactar significativamente no resultado da pesquisa. Houve grandes crises no decorrer do período de teste, podendo ser citada aqui a econômica de 2008 e 2009, que foram um desdobramento da crise financeira internacional precipitada pela falência de alguns bancos de investimentos. O “efeito dominó” de quebra dos bancos, conhecido como crise dos *subprimes*, teve efeitos colaterais também nas ações de grandes empresas, no Brasil e nos Estados Unidos. O efeito mais imediato foi a baixa das cotações das ações em bolsas de valores, provocada pela venda maciça de ações de especuladores estrangeiros, que decidiram por repatriar seus capitais, a fim de cobrir suas perdas nos países de origem – tal fato teve como um dos impactos principais a crise nas bolsas de valores para algumas empresas.

Da mesma maneira, foram ignorados problemas individuais das companhias analisadas no período da janela de estimação, que também poderiam interferir nos resultados do presente estudo.

Vale ainda destacar como uma limitação a data utilizada como a do evento. A data escolhida foi a da dupla listagem informada no *site* das bolsas de valores estudada, momento da oficialização das emissões das ADRs. Observa-se que os

retornos podem ter ocorrido de maneira mais relevante e consistente, no momento da divulgação da informação ao mercado, que pode ser uma data anterior ao deste estudo.

Por fim, a grande maioria das empresas analisadas neste estudo possuía ações que compunham o índice BOVESPA e, portanto, com forte liquidez no mercado. Alguns desses títulos apresentavam, por vezes, ausência de negociações durante alguns dias das análises realizadas, de modo que tais dias foram excluídos para efeito do cálculo das regressões e podem ter causado perda de eficiência das estimativas.

Considerando que a presente pesquisa não conseguiu encontrar indícios de que o mercado reage nas emissões de ADRs, em países com alta governança, algumas sugestões para futuros trabalhos seriam o de realizar a análise de indicadores econômicos das companhias listadas, tais como lucro por ação, patrimônio líquido e EBITDA, de tal sorte a correlacioná-los com preços ou retornos das ações nas carteiras, e também, ampliar o período de amostra para garantir uma maior quantidade de eventos em análise, incluindo eventos pertinentes antes do ano de 2000 e fazendo segmentações da amostra para comparar as reações do mercado antes e depois da criação dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Por fim, analisando ainda o tópico de transparência das empresas nos mercados de alta governança, sugere-se uma análise das reações do mercado de capitais, no momento da publicação da certificação das empresas na Lei *Sarbanes-Oxley*, dado que a certificação é uma das exigências a ser realizada antes da emissão das ADRs e o mercado pode estar reagindo positivamente antes da data da emissão da dupla listagem, sendo a reação na publicação da certificação da SOX.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

BACEN. Resolução nº 003792 de 24 de Setembro de 2009 . **Banco Central do Brasil**. Brasília, DF. Disponível em: <<http://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=109082281>>. Acessado em: 14 mar. 2012.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. Disponível em: <<http://www.uic.edu/classes/actg/actg593/Readings/Capital-Markets/Ball,-R,-P-Brown;-An-Empirical-Evaluation.pdf>> Acessado em: 10 fev. 2012.

BAKER, H.K; NOFSINGER, J.R.; WEAVER, D.G. *Internacional Cross-Listing and Visibility*. December, 1998.

BATISTELLA, F. D.; et al.; *Retornos de Ações e Governança Corporativa: um estudo de evento*. São Paulo. 2004. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/48.pdf>>. Acessado em: 12 de mar. 2012.

BECHT, M. et al. *Corporate Governance and Control*. Finance Working Paper N°. 02/2002. 2005 Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461>. Acessado em: 15 de Jun. 2012.

BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Apresenta informações sobre a bolsa de valores. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>> Acessado em mar. 2012.

BORTOLI, J. I.; PIMENTA, T. Dupla Listagem internacional: a emissão de ADRs de empresas brasileiras e seus impactos no comportamento das ações. São Paulo, v.40, n.2, p.184-192, abr./maio/jun. 2005. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1155>. Acessado em: 15 de Jun. 2012.

BRASIL. Instrução CVM nº 308 de 14 de maio de 1999. Comissão de valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst308.htm>>. Acessado em 8 out 2012.

BRIS, A.; et al. *A breakdown of the valuation effects of international cross-listing*. European Financial Management. 2007.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. *Measuring Security Price Performance*. Journal of Financial Economics 8. Rochester. 1980.

BVSP. Estatuto Social da Bolsa de Valores de São Paulo S.A. São Paulo. 2007. Disponível em < <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/EstatutoBovespa.pdf>> . Acessado em 10 de mar. de 2012.

CARLSSON, R. H. Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy. John Wiley & Sons. Edição 1. Chichester, 2001.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.L.; LEAL, R.P.C. Controle Compartilhado e o Valor das Empresas Brasileiras. Curitiba. Anpad, 2008. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_739.pdf>. Acessado em 05 out. 2012.

_____. Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil. Frontiers in Finance and Economics, v 1, n 1, p. 1-16. Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <<http://ricardoleal.wikispaces.com/file/view/Leal%20&%20Carvalho%20-%20CG%20and%20value%20-%20Coppead%20WP358.pdf>>. Acessado em: 04 mar. 2012.

CARVALHO, W.E. Caso Enron: uma breve análise da empresa em crise. Minas Gerais. 2005.

Claessens, S., & Fan, J.. Corporate governance in Asia: A survey. International Review of Finance, 3:2. Junho. 2002: pp. 71-103.

CNN. Cable News Network. Apresenta notícias internacionais. Disponível em: < http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500_archive/snapshots/2002/478.html>. Acessado em 8 de out. 2012.

COFFEE, J. C. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. Working Paper No. 144. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=142833>. Acessado em: 10 out. 2012.

COHEN, D.; Quem audita os auditores? Revista Exame, São Paulo, 2012 36, n.3, p.10-11, 2002. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0759/noticias/quem-audita-os-auditores-m0044716>>. Acessado em: 28 de fev. 2012.

COSTA, A.; em consultas. Revista Exame, São Paulo, 2012 36, n.7, p.14-16, abr. 2002.

COSTA, A.R.; CAMARGOS, M.A. Análise Empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. Revista de Gestão USP, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 31-42, janeiro/março 2006.

COSTA, N. C. A; LEME, C.F.; LAMBRANHO, P.P;L. The Market impact of Cross-Listing The case of Brazilian ADRs. Abril 1998.

COUNCIL OF INSTITUCIONAL INVESTOR. About the Counsil. Disponível em: <<http://www.cii.org/about>>. Acessado em:07 mar. 2012.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Apresenta informações sobre o mercado de bolsa e legislações sobre o mercado de capitais. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acessado em 5 abr. 2012.

DENIS, D. K.; McCONNELL, J. J. International Corporate Governance. ECGI Working Paper Series in Finance. Finance Working Paper n5. 2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract_id=320121>. Acessado em: 20 de Abr. 2012.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Nova Iorque, v. 25, n.2, 1970.

FERREIRA, F. A. O.; et al. Análise do impacto da adoção da Governança Corporativa sobre o Valor de Mercado das empresas. In: VIII Simpósio de Excelência em Gestão de Tecnologia. Rio de Janeiro. 2011.

FONTAYN, M. C.; KEARNS, C. Role of depositary receipts. The Bank of New York Mellon.

FORTUNA, E. Mercado Financeiro. Produtos e Serviços. Rio de Janeiro, 2011.

GOLDENBERG, C. Leveraging Auditing Standard no 5 to Streamline Sox Compliance. 2008 Disponível em: <<http://www.metricstream.com/insights/as5.htm>>. Acessado em: 05 de jan. de 2012.

GRADILONE, C. Que análise! Revista Exame. São Paulo, 2012 36, n. 4, p. 23, 2002.

GUGLER, K., MUELLER, D. C., YURTOGLU, B. B. Corporate Governance and the Returns on Investment. Finance Working Paper N°. 06/2003 January 2003.

HAIL, L., LEUZ, C. Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations around U.S. Cross-Listings. Journal of Financial Economics. 2008.

HOLTHAUSEN, F.S. Lançamento de ADRs por empresas brasileiras no mercado norte-americano: valorização de mercados, volatilidade e performance ajustada ao risco. Porto Alegre. 2001.

IBGC. Governança Corporativa: Internacionalização e Convergência. Saint Paul Editora. 1ª ed. São Paulo , 2010.

_____. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Apresenta informações sobre o tema Governança Corporativa. Disponível em:<<http://www.ibgc.corp.br/home.aspx>> Acessado em 8 mar 2012.

_____. Relatório Cadbury - Código de Práticas Recomendáveis. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Codigo.aspx?CodCodigo=13>>. Acesso em: 08 mar. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. IBGC. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4ª ed. São Paulo . 2009.

JACKSON, Gregory. Understanding Corporate Governance in the United States. 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. p. 305-360, 1976. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043> Acessado em: 08 mar. 2012.

KING, M. R.; SEGAL, D. International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis. Bank of Canada Working Paper 2004-17.

LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. M. Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos Empíricos. In: II Seminário de Gestão de Negócios, Curitiba, 2005.

LANG, M.H., LINS, K.V., MILLER, D. ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? 2001.

LEAL, M. J.; CAMURI, W.C. A Governança Corporativa e os modelos mundialmente aplicados. *Revista de Ciências Gerenciais*, São Paulo, v.12, p. 59-74, 2008.

LIMA, R.M. Lei Sarbanes Oxley: estudo sobre a divulgação de deficiências na avaliação dos controles internos. Dissertação. (Mestrado em Ciências Contábeis) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo:, 2009.

LITVAK, K. Sarbanes-Oxley and the cross-listing premium. 2007.

LUCCHESI, E. A reação do mercado de capitais brasileiros às decisões de investimento das empresas: um estudo empírico de evento. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo. 2005.

LUZ, J. J. M; CAMARGOS, M.A.; LIMA, J.O. Análise da relação entre disseminação voluntária de informações em sites corporativos e desempenho financeiro de empresas brasileiras. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v. 13, n. 4, p. 11-24, outubro/dezembro 2006

MACKINLAY, A.Craig. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35. No 1. Março, 1997.

MCWILLIAMS, A; SIEGEL, D. Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*; Junho 1997.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E.M. Fundamentos de Metodologia Científica. 7ª ed. Ed. Atlas. São Paulo. 2010.

MATUCHESKI, S. et al. Governança Corporativa e volatilidade das ações negociadas na BOVESPA na crise financeira de 2008. REBRAE. *Revista Brasileira de Estratégia*, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 171-183, maio/ago. 2009

MIRIAN, A. P. ADRs e Governança Corporativa: um estudo de evento sobre o comportamento das ações negociadas no Brasil. 3º Simpósio FUCAPE de produção científica. Disponível em;

<http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/pires%20-%20adrs%20e%20governanca%20corporativa.pdf> Acessado em: 19 Jun. 2012.

MORCK, R.K.; STEIER, L. The Global History of Corporate Governance - An Introduction. Working Paper 11062. National Bureau of Economic Research. Cambridge. 2005. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11062.pdf?new_window=1> Acessado em 19 mar. 2012

MUSSA A. et al. Hipótese de Mercados Eficientes e Finanças Corportamentais - as discussões persistem . FACEF Pesquisa, Vol. 11, No 1 (2008). Disponível em <<http://legacy.unifacef.com.br/revistas/index.php/facefpesquisa/article/viewFile/109/173>> Acessado em 9 Abr. 2012

NYSE. New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee. EUA. 2002. Disponível em: <http://www.nyse.com/pdfs/corp_govreport.pdf>. Acessado em: 5 maio 2012.

_____. New York Stock Exchange. Apresenta informações sobre a Bolsa de valores de Nova Iorque. Disponível em: <<http://nyse.nyx.com>> Acessado em 10 mai. 2012.

OKIMURA, R. T. et al. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. São Paulo: RAC-Eletrônica, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, Jan./Abr. 2007. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_628.pdf> Acesso em: 08 mar. 2012

OLIVEIRA, M.C.; LINHARES, J. S.; A implantação de controle interno adequado às exigências da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras - Um estudo de caso. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos62006/38.pdf>> Acessado em 03 abr. 2012.

PELEIAS, I.R.; et al. Percepções do Corpo Diretivo de uma multinacional oriental quanto à implementação dos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley. Revista Contabilidade vista & revista. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/viewFile/814/pdf41>>. Acessado em 9 fev. 2012.

PEROBELLI, F. F. C.; NESS Jr., W. Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. XXIV ENANPAD, 24o, Anais... Florianópolis: ANPAD, set. 2000. 15 p.

PIOTROSKI, J.D., SRINIVASAN, S. Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings. JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH. VOL 46; NUMBER 2, pages 383-425. 2008

PINHEIRO, J. L. Mercado de Capitais. 6ª ed. São Paulo. ISBN 978-85-224-6777-8 Atlas, 2012

PIRES, M. A. Adrs e Governança Corporativa: um Estudo de Evento sobre o comportamento das Ações Negociadas no Brasil. São Paulo. 2005.

SANTOS, R. G.; COVA, C. J. G. A Governança Corporativa e a geração de valor nas empresas do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro. Universidade Federal Fluminense – UFF, 2007.

SEC. Securities and Exchange Commission. Apresenta informações sobre proteção a investidores e mercado de capitais americano. Disponível em: <<http://www.sec.gov>> Acessado em 10 abr. 2012.

SEVERINO, Antonio Joaquim. Metodologia do trabalho científico. São Paulo: Cortez, 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. NBER Working Paper No. W5554. Cambridge. 1996. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10182> Acessado em 7 jul. 2012

SILVA, J. M. A.; FAMA, R.. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na BOVESPA no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. São Paulo. 2009. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1418> Acessado em 8 mar. 2012.

SILVA, J. M. A. Mercado de Capitais Brasileiro: discussão sobre a eficácia dos mecanismos de proteção dos acionistas minoritários não qualificados no processo de IPO no período de 2004 a 2007. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. 2009

SILVEIRA, A. M. et al. Governança Corporativa e os determinantes da Estrutura de Capital: evidências empíricas no Brasil. RAC _Revista de Administração Contemporânea. ISSN: 1415-6555. São Paulo. 2006

_____. Governança Corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. São Paulo: Elsevier, 2010.

_____. Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2005.

SILVEIRA, H.P. Dupla Listagem e Estrutura de Capital – uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs. Tese (Doutorado em Administração - Pontifícia Universidade São Paulo. São Paulo. 2008.

SIPC. Security Investor Protection Corporation. Apresenta informações sobre a SIPC. Disponível em: < <http://www.sipc.org>> Acessado em 08 out. 2012.

SOARES, C.R.P. O impacto da Governança Corporativa sobre o comportamento do preço das ações no Brasil: O caso do papel e celulose de 2000 a 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências, área da concentração: Economia Aplicada) - Universidade de Piracicaba. 2003.

SOVEREIGN GLOBAL. A History of US Corporate Governance. Março. 2006 . Disponível em: <http://www.sovereignglobal.com/media/A_History_of_US_Corporate_Governance_SGI2.pdf> Acessado em: 9 Jun. 2012.

STEAGALL JUNIOR, L.S.. A utilização de derivativos aliada às melhores práticas de Governança Corporativa adiciona valor para os acionistas? São Paulo: ed, 2009.

STEVENSON, W.J. Estatística aplicada à Administração. São Paulo: Harbra, 2001.
VENTURA, L.C. Governança Corporativa: seis anos de notícia. São Paulo: Saint Paul, 2005.

WANG, Y. The impact of International Cross-Listings on Risk and Return: Evidence from Asian Companies. International Research Journal of Finance and Economics. ISSN 1450-2887. Disponível em: <<http://www.eurojournals.com/finance.htm>>. Acesso em: 12 jan 2012.

WANG, Y.; CHUNG, H.; HSU, C.C. The Impact of International Cross-Listings on Risk and Return: Evidence from Asian Companies. EuroJournals. 2008

WFE. 2011 WFE Market Highlights. World Federation of Exchange. 2012. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>> Acessado em: 20 abr. 2012.

WILCOX, K.. Dealing with Sarbox. The Wall Street Journal. Junho. 2007. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB118066527244221047-search.html>> Acessado em: 8 out. 2012.

APÊNDICES

APÊNDICE A

Tabela 16 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ OI (PN)

	Oi	Ibov.	LN Oi	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-2,80%	-0,49%	-0,02843793	-0,00494171	-0,00427589	-0,02416204	-0,02416204
-4	-1,12%	1,41%	-0,01128136	0,01400652	0,01048154	-0,02176289	-0,04592493
-3	3,73%	-1,29%	0,03659914	-0,01293331	-0,01049997	0,04709911	0,00117418
-2	7,27%	2,79%	0,07013806	0,02754478	0,02102552	0,04911254	0,05028672
-1	1,53%	-0,72%	0,01517920	-0,00718392	-0,00602219	0,02120139	0,07148810
0	2,44%	0,45%	0,02409754	0,00444991	0,00303857	0,02105897	0,09254707
1	-1,19%	0,81%	-0,01197618	0,00807193	0,00585950	-0,01783569	0,07471138
2	-7,23%	-2,69%	-0,07503521	-0,02724813	-0,02164877	-0,05338644	0,02132494
3	-2,29%	1,23%	-0,02318493	0,01224146	0,00910686	-0,03229178	-0,01096684
4	1,41%	1,76%	0,01397534	0,01748296	0,01318909	0,00078626	-0,01018058
5	5,94%	3,11%	0,05767234	0,03059086	0,02339790	0,03427445	0,02409386

Fonte: Elaborado pela autora

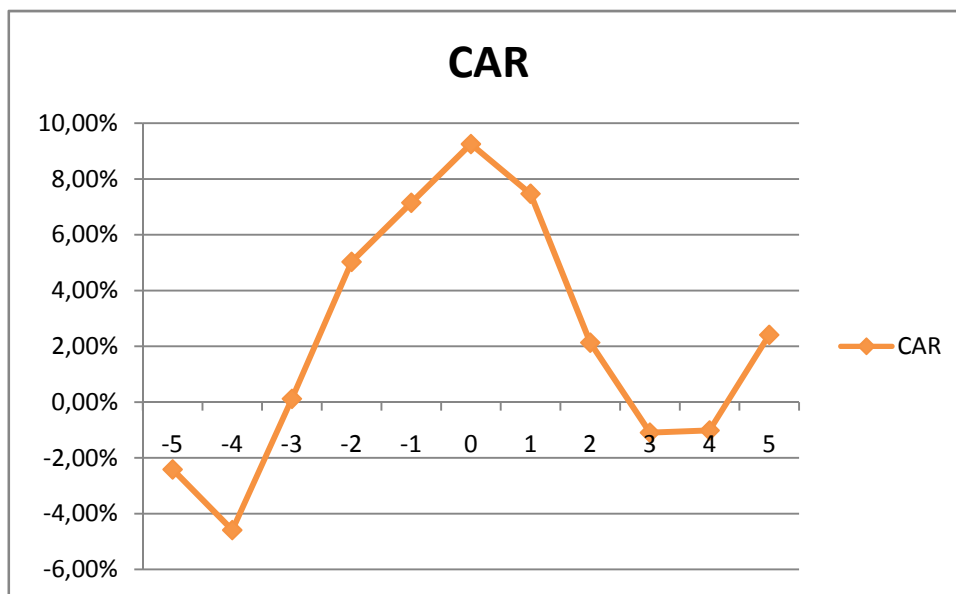


Gráfico 6 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ OI (PN)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 17 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ CEMIG (ON)

	CEMIG	Ibov.	LN Cemig	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-0,04%	-0,34%	-0,00040142	-0,00337486	0,00161578	-0,00201720	-0,00201720
-4	-1,47%	-0,15%	-0,01483107	-0,00151252	0,00204010	-0,01687116	-0,01888836
-3	-2,17%	-2,09%	-0,02197287	-0,02115627	-0,00243559	-0,01953728	-0,03842564
-2	-0,67%	0,54%	-0,00668712	0,00537217	0,00360872	-0,01029585	-0,04872149
-1	3,52%	0,85%	0,03461884	0,00850875	0,00432337	0,03029547	-0,01842602
0	-0,24%	-1,86%	-0,00243342	-0,01873752	-0,00188449	-0,00054893	-0,01897495
1	1,27%	2,31%	0,01264307	0,02283867	0,00758834	0,00505474	-0,01392022
2	-0,86%	1,36%	-0,00859066	0,01347941	0,00545590	-0,01404656	-0,02796677
3	0,30%	1,50%	0,00296137	0,01488947	0,00577717	-0,00281580	-0,03078257
4	-0,16%	0,39%	-0,00161421	0,00387757	0,00326819	-0,00488240	-0,03566497
5	1,80%	-0,16%	0,01787906	-0,00158575	0,00202341	0,01585565	-0,01980932

Fonte: Elaborado pela autora

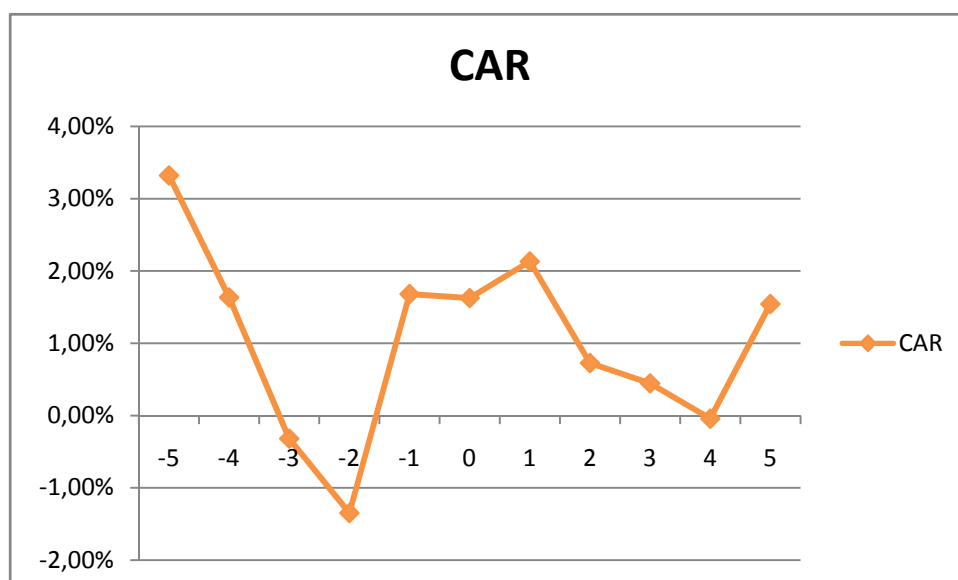


Gráfico 7 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ CEMIG (ON)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 18 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ GAFISA (ON)

	GAFISA	Ibov.	LN Gafisa	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	0,11%	1,54%	0,00106101	0,01524221	0,01014179	-0,00908078	-0,00908078
-4	0,60%	0,26%	0,00599121	0,00262065	0,00095495	0,00503626	-0,00404453
-3	-0,25%	-3,39%	-0,00246262	-0,03448328	-0,02605186	0,02358924	0,01954471
-2	-0,56%	1,26%	-0,00565173	0,01253093	0,00816834	-0,01382007	0,00572464
-1	-4,11%	-0,02%	-0,04195914	-0,00023681	-0,00112491	-0,04083423	-0,03510959
0	-2,25%	-1,27%	-0,02279194	-0,01274663	-0,01023042	-0,01256153	-0,04767111
1	-2,08%	2,30%	-0,02100516	0,02273306	0,01559415	-0,03659932	-0,08427043
2	2,62%	1,46%	0,02590621	0,01449708	0,00959944	0,01630677	-0,06796365
3	7,00%	2,89%	0,06761296	0,02845192	0,01975673	0,04785622	-0,02010743
4	0,60%	-0,45%	0,00595761	-0,00453968	-0,00425683	0,01021445	-0,00989298
5	-2,83%	0,24%	-0,02871011	0,00238245	0,00078157	-0,02949168	-0,03938466

Fonte: Elaborado pela autora

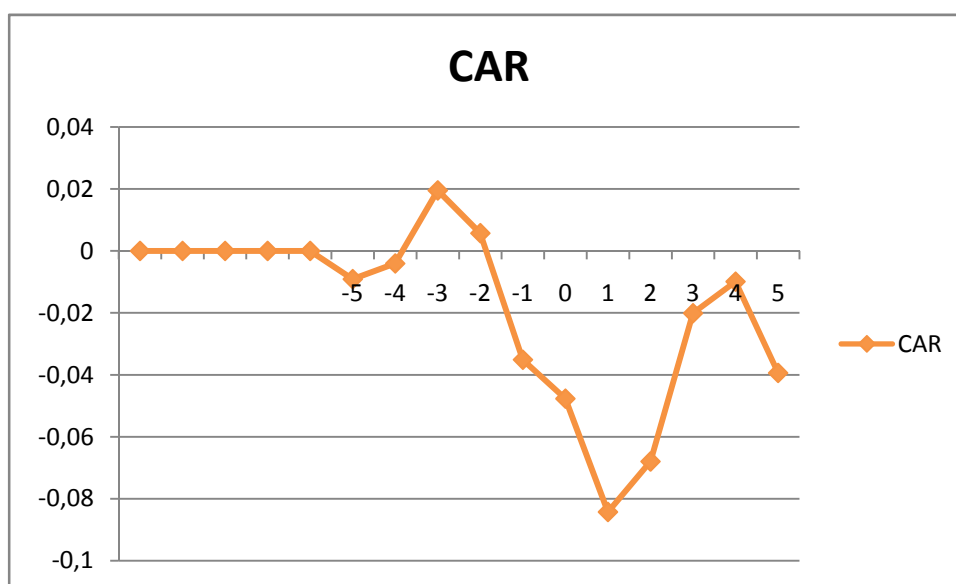


Gráfico 8 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ GAFISA (ON)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 19 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ EMBRAER (PN)

	Embraer	Ibov.	LN embraer	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	0,73%	-1,25%	0,00727654	-0,01262305	-0,00432262	0,01159916	0,01159916
-4	0,78%	-4,54%	0,00773798	-0,04648622	-0,00958213	0,01732011	0,02891927
-3	-1,75%	0,32%	-0,01762617	0,00322254	-0,00186154	-0,01576463	0,01315464
-2	1,15%	3,33%	0,01144058	0,03280551	0,00273318	0,00870740	0,02186204
-1	1,71%	0,51%	0,01691914	0,00512298	-0,00156637	0,01848551	0,04034756
0	-0,66%	-3,17%	-0,00663099	-0,03220115	-0,00736342	0,00073244	0,04108000
1	-5,02%	-0,50%	-0,05145492	-0,00496770	-0,00313362	-0,04832130	-0,00724130
2	0,38%	-3,54%	0,00376446	-0,03603196	-0,00795841	0,01172287	0,00448156
3	1,45%	0,49%	0,01438874	0,00491587	-0,00159854	0,01598728	0,02046884
4	3,12%	-1,02%	0,03073959	-0,01030041	-0,00396188	0,03470147	0,05517031
5	-0,05%	-4,33%	-0,00051322	-0,04430650	-0,00924358	0,00873037	0,06390067

Fonte: Elaborado pela autora

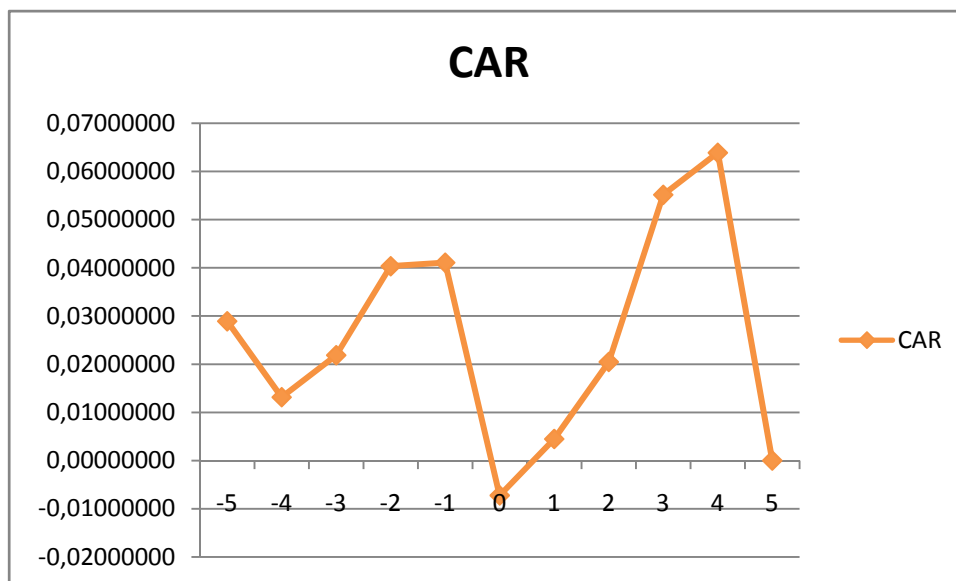


Gráfico 9 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ EMBRAER (PN)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 20 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ BRFOODS (PN)

	BRfoods	Ibov.	LN brfoods	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-0,08%	1,17%	-0,00077544	0,01165339	0,00430551	-0,00508095	-0,00508095
-4	-2,64%	-0,35%	-0,02673116	-0,00346605	-0,00019465	-0,02653651	-0,03161746
-3	0,08%	-1,15%	0,00079651	-0,01157400	-0,00260791	0,00340443	-0,02821303
-2	-0,88%	1,23%	-0,00879659	0,01225286	0,00448394	-0,01328052	-0,04149356
-1	-0,24%	1,96%	-0,00241252	0,01939240	0,00660895	-0,00902148	-0,05051503
0	-0,32%	-1,40%	-0,00322581	-0,01408368	-0,00335490	0,00012909	-0,05038594
1	-0,65%	-1,80%	-0,00648300	-0,01817406	-0,00457236	-0,00191064	-0,05229658
2	0,00%	0,15%	0,00000000	0,00146946	0,00127436	-0,00127436	-0,05357094
3	-0,49%	-2,28%	-0,00489002	-0,02309611	-0,00603736	0,00114734	-0,05242360
4	0,00%	-0,67%	0,00000000	-0,00675813	-0,00117451	0,00117451	-0,05124908
5	-0,16%	-0,91%	-0,00163528	-0,00912091	-0,00187777	0,00024249	-0,05100659

Fonte: Elaborado pela autora

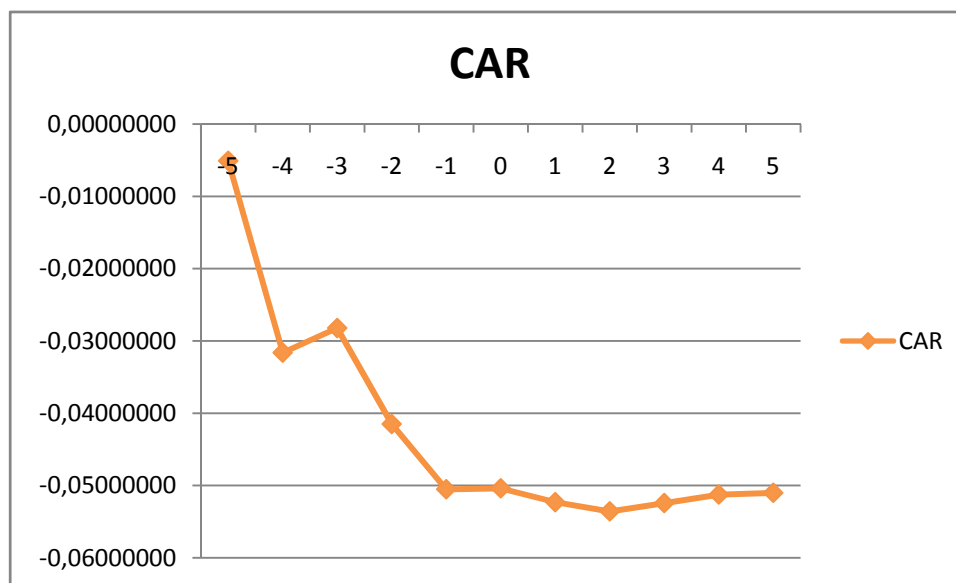


Gráfico 10 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ BRFOODS (PN)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 21 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ TAM (PN)

	TAM	Ibov.	LN tam	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	0,04%	0,29%	0,00040193	0,00290715	0,00798769	-0,00758576	-0,00758576
-4	-1,65%	-2,26%	-0,01661302	-0,02283196	-0,00269440	-0,01391863	-0,02150439
-3	-6,99%	-2,43%	-0,07242792	-0,02458404	-0,00342154	-0,06900638	-0,09051077
-2	-4,68%	-0,36%	-0,04791201	-0,00357374	0,00529803	-0,05321004	-0,14372081
-1	0,14%	-2,62%	0,00138153	-0,02654482	-0,00423529	0,00561682	-0,13810399
0	-4,42%	1,59%	-0,04518416	0,01580352	0,01333987	-0,05852402	-0,19662801
1	-1,13%	-0,26%	-0,01137889	-0,00265215	0,00568051	-0,01705940	-0,21368741
2	-1,24%	2,03%	-0,01249557	0,02013966	0,01513943	-0,02763499	-0,24132240
3	2,34%	1,87%	0,02315200	0,01853970	0,01447542	0,00867658	-0,23264582
4	3,42%	-0,23%	0,03363652	-0,00228663	0,00583220	0,02780432	-0,20484150
5	-3,14%	-0,28%	-0,03195160	-0,00282052	0,00561063	-0,03756223	-0,24240373

Fonte: Elaborado pela autora

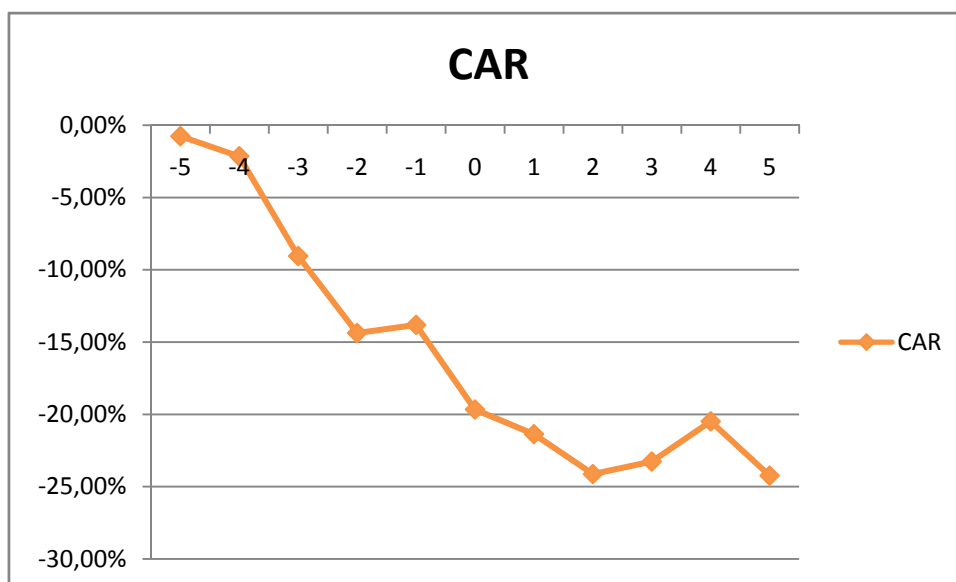


Gráfico 11 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ TAM (PN)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 22 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ SABESP (ON)

	SABESP	Ibov.	LN sabesp	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-3,17%	0,57%	-0,03219765	0,00568637	0,00571721	-0,03791486	-0,03791486
-4	-5,09%	-1,42%	-0,05218968	-0,01433736	-0,00343009	-0,04875959	-0,08667445
-3	-0,92%	-0,71%	-0,00920450	-0,00708851	-0,00011865	-0,00908585	-0,09576030
-2	-0,72%	2,22%	-0,00723556	0,02198877	0,01316451	-0,02040007	-0,11616037
-1	-1,36%	-4,08%	-0,01366948	-0,04166679	-0,01591479	0,00224531	-0,11391506
0	-8,31%	0,23%	-0,08671317	0,00232750	0,00418280	-0,09089597	-0,20481103
1	-0,16%	-1,05%	-0,00157204	-0,01059167	-0,00171897	0,00014693	-0,20466410
2	-0,75%	1,68%	-0,00754520	0,01667366	0,01073645	-0,01828165	-0,22294575
3	-0,21%	1,19%	-0,00211583	0,01184362	0,00852997	-0,01064580	-0,23359154
4	2,38%	2,52%	0,02354898	0,02483974	0,01446689	0,00908208	-0,22450946
5	0,87%	0,31%	0,00866847	0,00307581	0,00452464	0,00414383	-0,22036563

Fonte: Elaborado pela autora

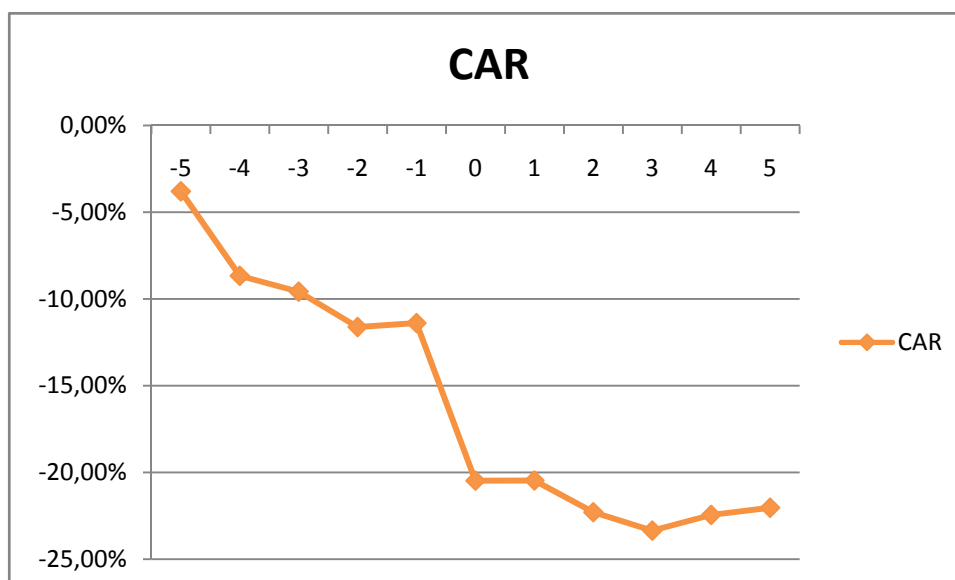


Gráfico 12 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ SABESP (ON)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 23 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ VALE (ON)

	VALE	Ibov.	LN vale	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-2,04%	-0,89%	-0,02060599	-0,00894887	-0,00014244	-0,02046355	-0,02046355
-4	-0,46%	1,76%	-0,00456471	0,01742863	0,00880531	-0,01337002	-0,03383357
-3	0,75%	-0,84%	0,00748822	-0,00844465	0,00002860	0,00745961	-0,02637395
-2	-2,53%	-0,89%	-0,02562560	-0,00894147	-0,00013993	-0,02548567	-0,05185963
-1	0,78%	-0,20%	0,00778990	-0,00199238	0,00221734	0,00557256	-0,04628707
0	1,52%	-2,64%	0,01507487	-0,02678622	-0,00619321	0,02126808	-0,02501899
1	0,13%	-2,95%	0,00130015	-0,02996939	-0,00727300	0,00857314	-0,01644584
2	0,02%	-0,26%	0,00016244	-0,00261755	0,00200527	-0,00184283	-0,01828867
3	1,53%	2,20%	0,01514934	0,02178323	0,01028247	0,00486687	-0,01342181
4	1,15%	-1,07%	0,01145053	-0,01075781	-0,00075606	0,01220659	-0,00121522
5	-0,25%	-1,27%	-0,00253325	-0,01275918	-0,00143497	-0,00109828	-0,00231350

Fonte: Elaborado pela autora

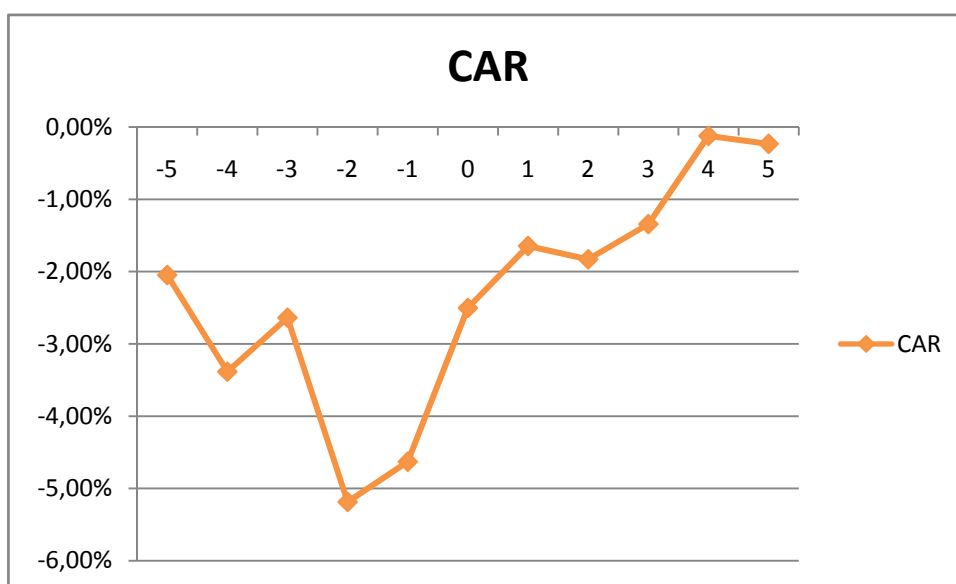


Gráfico 13 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ VALE (ON)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 24 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ VALE (PNA)

	VALE	Ibov.	LN vale	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-1,43%	1,60%	-0,01440704	0,01588697	0,00504510	-0,01945214	-0,01945214
-4	1,07%	0,07%	0,01061356	0,00071087	-0,00149511	0,01210867	-0,00734347
-3	0,46%	1,19%	0,00463454	0,01186075	0,00330998	0,00132456	-0,00601891
-2	1,98%	-0,82%	0,01956355	-0,00827257	-0,00536657	0,02493012	0,01891121
-1	2,76%	2,59%	0,02724300	0,02555213	0,00921035	0,01803265	0,03694386
0	1,28%	-0,04%	0,01275425	-0,00038286	-0,00196646	0,01472071	0,05166457
1	3,31%	2,44%	0,03253425	0,02408949	0,00858002	0,02395423	0,07561880
2	0,31%	-1,61%	0,00306227	-0,01618427	-0,00877616	0,01183843	0,08745723
3	0,11%	-1,37%	0,00114587	-0,01378704	-0,00774306	0,00888893	0,09634615
4	-1,26%	-1,38%	-0,01267785	-0,01394405	-0,00781072	-0,00486712	0,09147903
5	1,51%	1,99%	0,01496572	0,01974927	0,00670958	0,00825614	0,09973517

Fonte: Elaborado pela autora

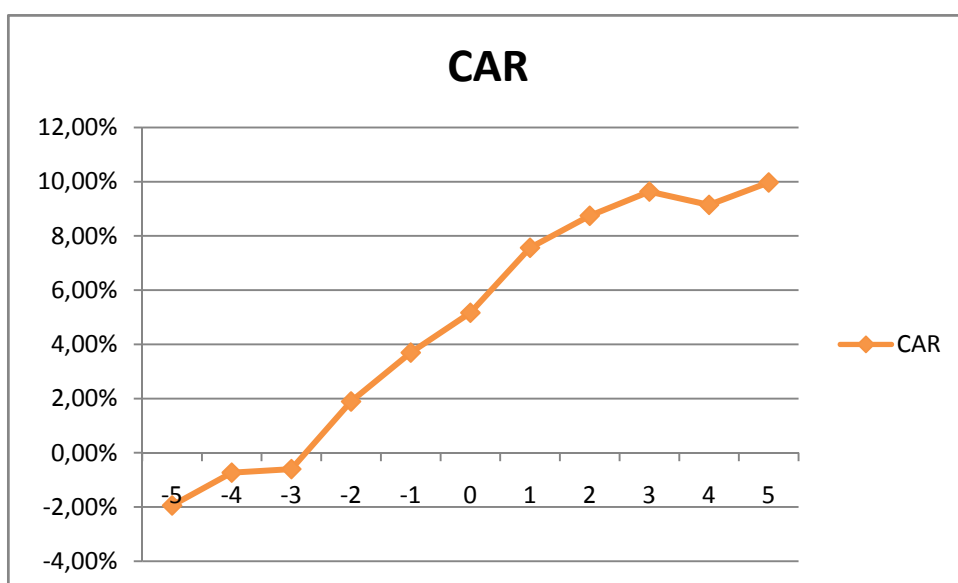


Gráfico 14 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ VALE (PNA)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 25 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ UNIBANCO (PN)

	UNIBANCO	Ibov.	LN unibanco	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	3,33%	2,19%	0,03279931	0,02170614	0,00880502	0,02399429	0,02399429
-4	2,42%	-	0,02394011	-0,00117094	-0,00057364	0,02451375	0,04850804
-3	-0,79%	0,81%	-0,00793525	-0,00818184	-0,00344781	-0,00448744	0,04402060
-2	1,28%	0,99%	0,01276599	-0,00997205	-0,00418173	0,01694772	0,06096831
-1	0,54%	2,40%	0,00535872	0,02367924	0,00961391	-0,00425519	0,05671312
0	4,04%	1,71%	0,03959149	0,01694968	0,00685507	0,03273642	0,08944954
1	2,35%	0,24%	0,02324101	0,00241390	0,00089600	0,02234501	0,11179454
2	3,28%	3,06%	0,03222718	0,03011792	0,01225351	0,01997368	0,13176822
3	2,08%	0,10%	0,02057840	-0,00100210	-0,00050442	0,02108283	0,15285104
4	0,33%	1,78%	0,00333186	0,01763977	0,00713798	-0,00380611	0,14904493
5	-1,16%	1,26%	-0,01171042	-0,01266776	-0,00528686	-0,00642356	0,14262137

Fonte: Elaborado pela autora

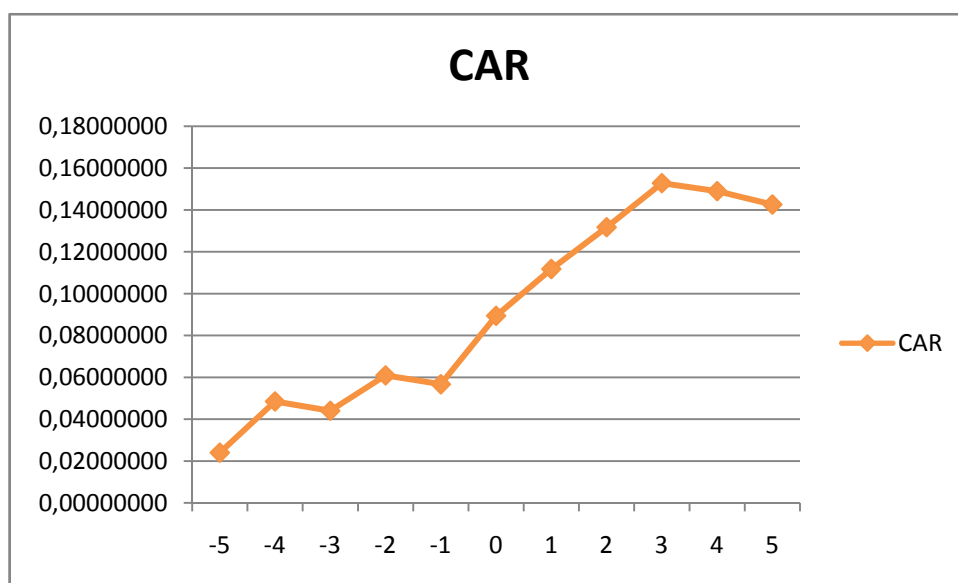


Gráfico 15 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ UNIBANCO (PN)

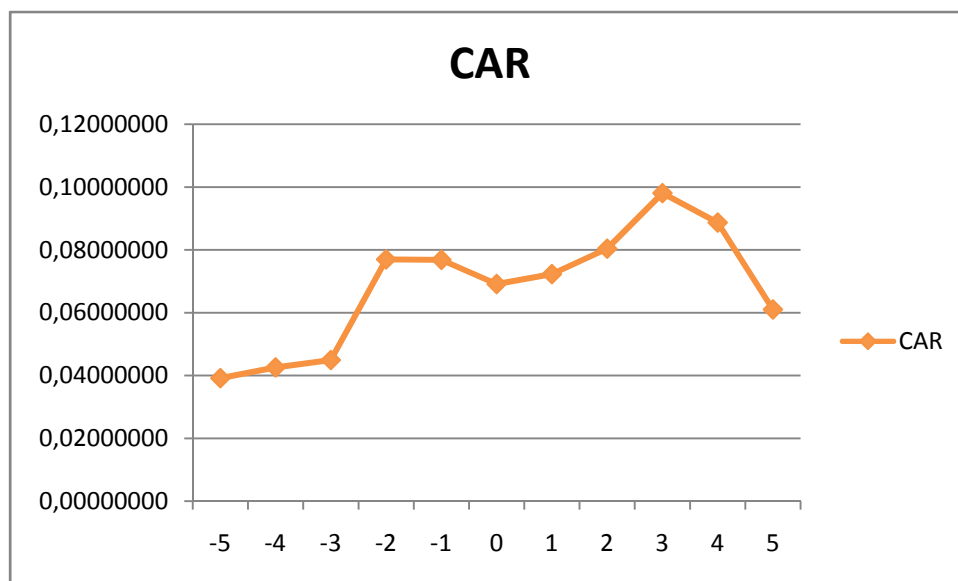
Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 26 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ BRADESCO (PN)

	Bradesco	Ibov.	LN bradesc	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	3,92%	2,28%	0,03841695	0,02250181	-0,00074562	0,03916257	0,03916257
-4	0,25%	2,71%	0,00250947	0,02671636	-0,00091073	0,00342020	0,04258277
-3	0,25%	-0,03%	0,00250311	-0,00033256	0,00014899	0,00235412	0,04493689
-2	3,42%	-3,52%	0,03359594	-0,03582017	0,00153932	0,03205661	0,07699350
-1	0,00%	0,00%	0,00000000	0,00000000	0,00013596	-0,00013596	0,07685754
0	-0,64%	-2,81%	-0,00646726	-0,02854920	0,00125446	-0,00772172	0,06913583
1	0,32%	0,12%	0,00323882	0,00117904	0,00008977	0,00314905	0,07228488
2	0,81%	0,52%	0,00805163	0,00522744	-0,00006884	0,00812047	0,08040535
3	1,92%	-3,12%	0,01906332	-0,03168757	0,00137742	0,01768591	0,09809126
4	-0,94%	0,61%	-0,00948624	0,00611526	-0,00010362	-0,00938261	0,08870864
5	-2,86%	3,84%	-0,02901089	0,03769679	-0,00134092	-0,02766997	0,06103868

Fonte: Elaborado pela autora

Gráfico 16 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ BRADESCO (PN)



Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 27 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ PETROBRÁS (ON)

	Petrobrás	Ibov.	LN petro	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	2,24%	2,49%	0,02217569	0,02459862	0,01845934	0,00371635	0,00371635
-4	-2,02%	0,24%	-0,02045233	0,00241861	0,00310997	-0,02356230	-0,01984596
-3	0,43%	1,40%	0,00429556	0,01389658	0,01105314	-0,00675758	-0,02660354
-2	-1,93%	-0,65%	-0,01947695	-0,00655422	-0,00309956	-0,01637739	-0,04298093
-1	-1,27%	-2,08%	-0,01275579	-0,02101312	-0,01310565	0,00034986	-0,04263107
0	3,74%	1,82%	0,03672327	0,01804926	0,01392695	0,02279632	-0,01983475
1	8,75%	3,33%	0,08385946	0,03273464	0,02408976	0,05976970	0,03993494
2	0,39%	2,39%	0,00391614	0,02361266	0,01777702	-0,01386088	0,02607406
3	1,50%	-0,37%	0,01493579	-0,00374071	-0,00115251	0,01608830	0,04216236
4	2,12%	-2,33%	0,02095718	-0,02357122	-0,01487595	0,03583313	0,07799549
5	4,15%	2,15%	0,04064100	0,02122347	0,01612361	0,02451738	0,10251288

Fonte: Elaborado pela autora

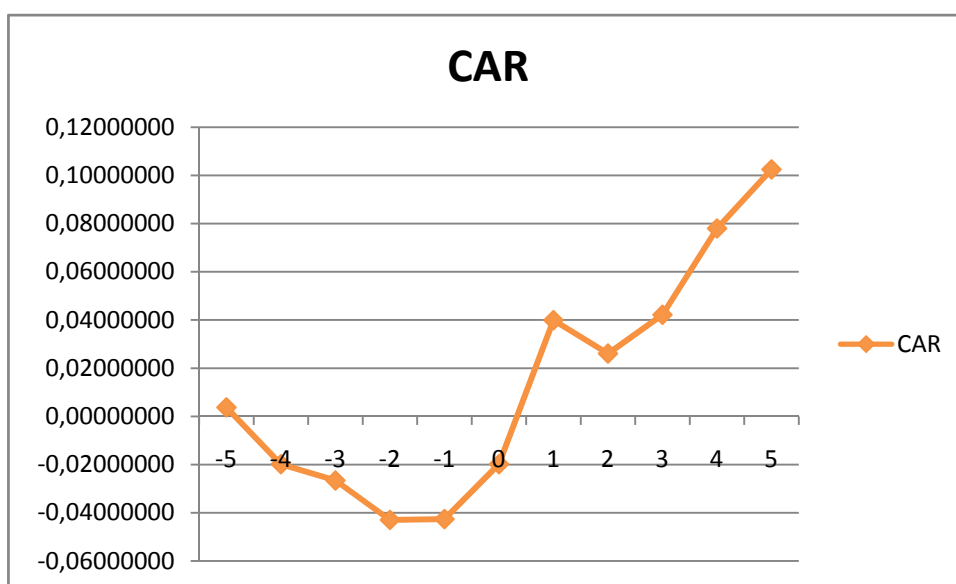


Gráfico 17 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ PETROBRÁS (ON)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 28 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ PETROBRÁS (PN)

	Petrobrás	Ibov.	LN petro	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	0,25%	0,67%	0,00252896	0,00666377	0,00200421	0,00052475	0,00052475
-4	1,61%	-1,43%	0,01599722	-0,01435555	-0,00765856	0,02365578	0,02418053
-3	2,66%	2,81%	0,02623038	0,02772294	0,01168530	0,01454508	0,03872561
-2	0,02%	1,92%	0,00018628	0,01903926	0,00769334	-0,00750706	0,03121856
-1	2,59%	0,05%	0,02555520	0,00049242	-0,00083282	0,02638802	0,05760657
0	-0,67%	-0,79%	-0,00673892	-0,00792748	-0,00470352	-0,00203540	0,05557117
1	1,64%	2,53%	0,01631353	0,02501053	0,01043838	0,00587515	0,06144633
2	0,04%	-0,34%	0,00035953	-0,00339121	-0,00261815	0,00297768	0,06442401
3	-2,30%	0,66%	-0,02327376	0,00657811	0,00196483	-0,02523859	0,03918542
4	-0,11%	-0,03%	-0,00110439	-0,00031700	-0,00120492	0,00010053	0,03928595
5	0,35%	-0,90%	0,00349302	-0,00903226	-0,00521140	0,00870441	0,04799036

Fonte: Elaborado pela autora

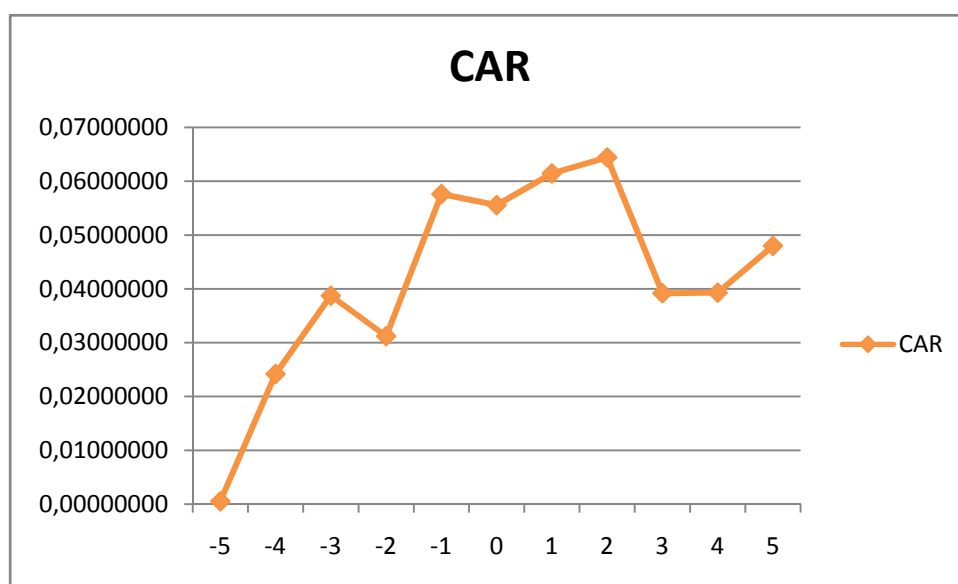


Gráfico 18 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ PETROBRÁS (PN)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 29 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ SADIA (PN)

	SADIA	Ibov.	LN sadia	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-0,69%	0,86%	-0,00691928	0,00856432	0,00891756	-0,01583684	-0,01583684
-4	1,18%	4,24%	0,01172890	0,04154709	0,03421418	-0,02248528	-0,03832212
-3	0,75%	0,29%	0,00750358	0,00290386	0,00457618	0,00292740	-0,03539472
-2	0,66%	1,62%	0,00656785	0,01605869	0,01466548	-0,00809763	-0,04349235
-1	2,08%	2,23%	0,02063504	0,02209065	0,01929177	0,00134327	-0,04214908
0	4,04%	-1,52%	0,03962061	-0,01533047	-0,00940892	0,04902953	0,00688045
1	-1,37%	1,02%	-0,01376811	0,01010744	0,01010108	-0,02386919	-0,01698874
2	-1,33%	-3,51%	-0,01337473	-0,03568616	-0,02502102	0,01164629	-0,00534246
3	-0,36%	-0,75%	-0,00357210	-0,00748332	-0,00339042	-0,00018168	-0,00552414
4	4,31%	4,31%	0,04219899	0,04223313	0,03474035	0,00745864	0,00193450
5	-3,77%	-3,51%	-0,03841406	-0,03568555	-0,02502055	-0,01339351	-0,01145901

Fonte: Elaborado pela autora

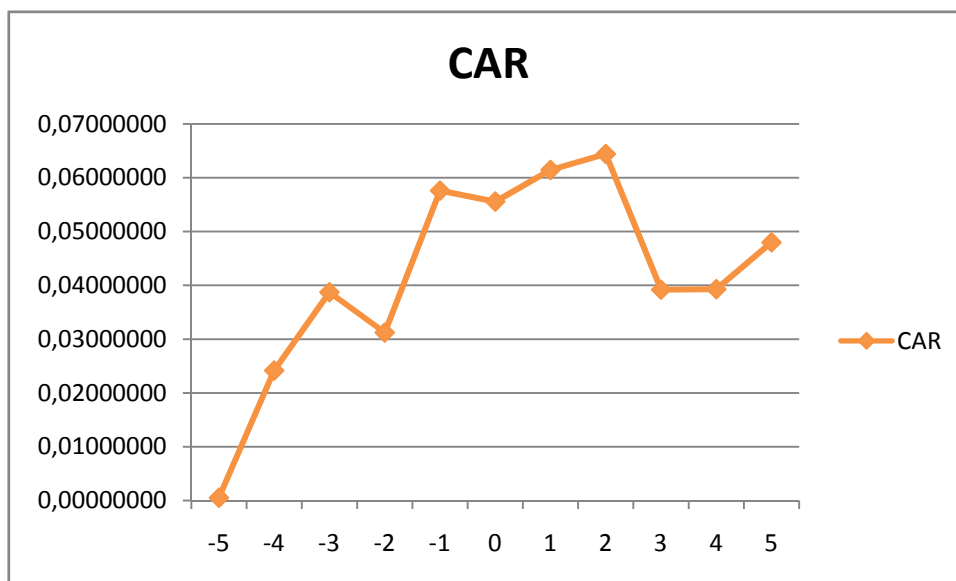


Gráfico 19 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ SADIA (PN)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 30 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ AMBEV (ON)

	AMBEV	Ibov.	LN ambev	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-0,69%	-0,34%	-0,00687960	-0,00340637	0,00192814	-0,00880774	-0,00880774
-4	-4,63%	-5,29%	-0,04735631	-0,05432950	-0,01134798	-0,03600833	-0,04481607
-3	0,34%	2,61%	0,00336519	0,02581053	0,00954524	-0,00618005	-0,05099613
-2	2,59%	1,92%	0,02553780	0,01900485	0,00777094	0,01776686	-0,03322927
-1	0,60%	0,84%	0,00600925	0,00835001	0,00499313	0,00101613	-0,03221314
0	2,80%	-1,37%	0,02761436	-0,01381351	-0,00078510	0,02839946	-0,00381368
1	-4,54%	-2,39%	-0,04646358	-0,02419010	-0,00349037	-0,04297321	-0,04678689
2	-0,28%	1,09%	-0,00281236	0,01088218	0,00565329	-0,00846565	-0,05525254
3	0,15%	-3,17%	0,00146830	-0,03217406	-0,00557186	0,00704016	-0,04821239
4	-0,15%	-1,75%	-0,00146830	-0,01765619	-0,00178692	0,00031862	-0,04789376
5	-0,09%	0,86%	-0,00089837	0,00856432	0,00504900	-0,00594737	-0,05384113

Fonte: Elaborado pela autora

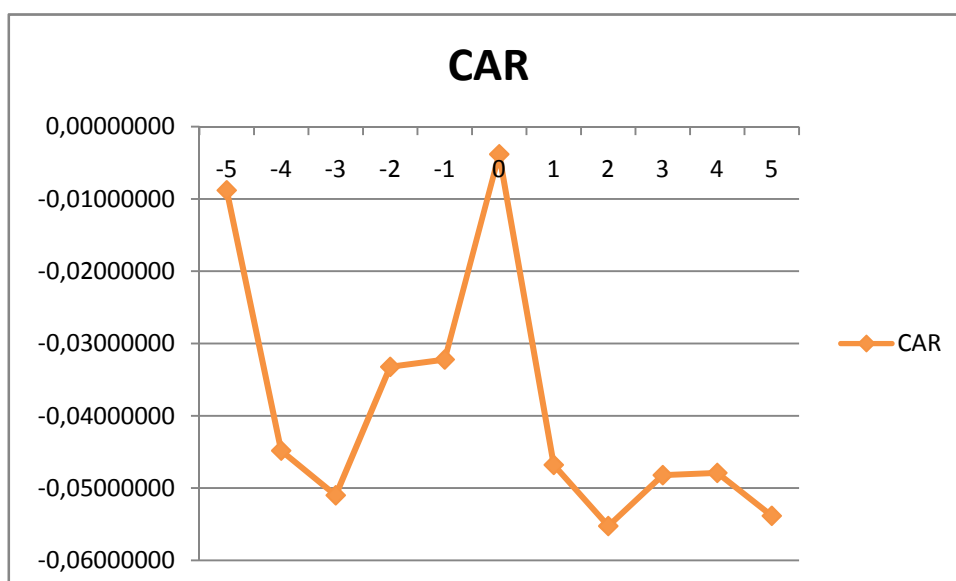


Gráfico 20 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ AMBEV (ON)

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 31 – Retorno Anormal e Retorno Anormal Acumulado _ ELETROBRÁS (ON)

	ELETROBRÁS	Ibov.	LN eletro	LN Ibov	R Previsto	AR	CAR
-5	-5,49%	-6,91%	-0,05645063	-0,07160603	-0,04385949	-0,01259113	-0,01259113
-4	1,12%	-6,50%	0,01114500	-0,06721348	-0,04103814	0,05218314	0,03959200
-3	5,79%	13,42%	0,05631843	0,12596794	0,08304312	-0,02672469	0,01286731
-2	11,14%	4,37%	0,10564619	0,04275956	0,02959802	0,07604817	0,08891548
-1	7,97%	7,47%	0,07667537	0,07205818	0,04841665	0,02825872	0,11717420
0	3,89%	-0,51%	0,03815177	-0,00513831	-0,00116699	0,03931876	0,15649296
1	-2,29%	2,66%	-0,02318496	0,02629337	0,01902171	-0,04220668	0,11428628
2	3,75%	5,24%	0,03684223	0,05110033	0,03495533	0,00188690	0,11617318
3	-4,82%	-6,13%	-0,04943091	-0,06329959	-0,03852423	-0,01090668	0,10526650
4	-4,24%	-3,77%	-0,04328279	-0,03840787	-0,02253617	-0,02074662	0,08451987
5	1,69%	0,83%	0,01680712	0,00830382	0,00746695	0,00934017	0,09386004

Fonte: Elaborado pela autora

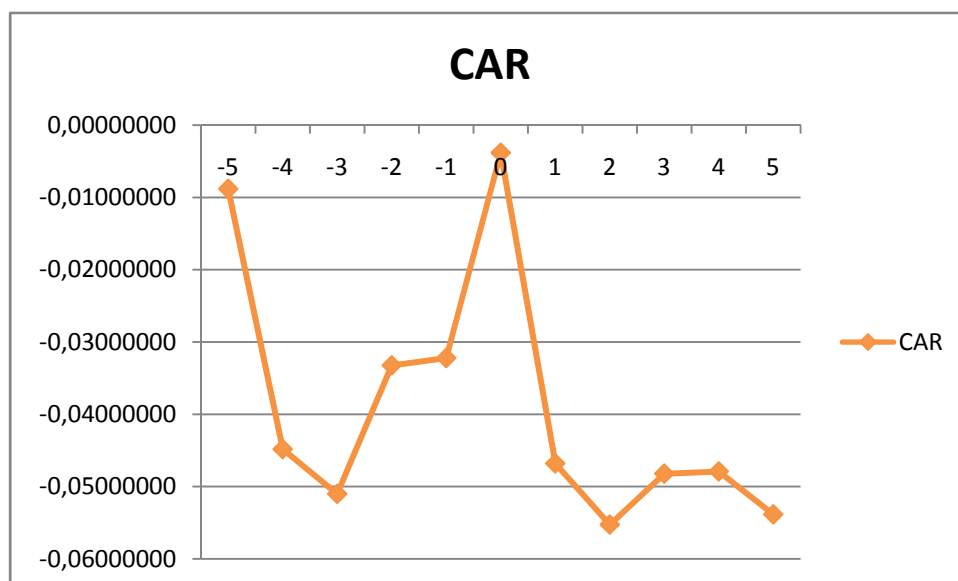


Gráfico 21 – Retorno anormal acumulado (CAR) _ ELETROBRÁS (ON)

Fonte: Elaborado pela autora

ANEXOS

ANEXO A

Governança	Modelo Tradicional de Governança	Modelo Emergente de Governança
Estrutura de Propriedade	• Maioria de empresas sob controle familiar, mesmo entre as grandes companhias listadas em bolsa; • Alta concentração das opções ordinárias em posse de acionistas controladores; • Alto nível de emissão de ações preferenciais sem direito a voto; • Presença de estruturas societárias complexas e grandes grupos empresariais diversificadas; • Baixo nível de concessão voluntária de direitos de tag along além das exigências legais.	• Maior peso de empresas sob controle compartilhado, com diminuição da proporção de empresas familiares; • Maior difusão da base acionária, com presença de companhias sob controle minoritário ou mesmo gerencial; • Emissão exclusiva de ações com direito a voto; • Simplificação das estruturas societárias, com maior especialização das empresas. • Concessão voluntária de tag along além das exigências legais com algo mais difundido. • Busca por outros mecanismos para assegurar a manutenção do controle de fato da companhia, com o surgimento das poison pills brasileiras.
Conselho de Administração	• Ausência de definição clara de papéis entre conselho, diretoria e acionistas controladores, principalmente em empresas de controle familiar; • Conselhos compostos em sua maioria por conselheiros externos, porém não independente; • Presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho em cerca de 2/3 das empresas; • Ausência de mecanismos para avaliação formal de desempenho dos conselhos de administração e dos executivos principais; • Inexistência de planos de sucessão formal para os executivos principais; • Remuneração dos conselheiros eminentemente fixa, não significativa e não relacionada ao desempenho da companhia; • Baixo nível de formalismo no funcionamento dos conselhos, com ausência de comitês do conselho e documentos de governança como regimentos internos, entre outros; • Em muitos casos, conselhos estruturados apenas como forma de satisfazer às exigências legais em vez de proporcionar os necessários pesos e contrapesos para os executivos da companhia.	• Definição mais clara dos diferentes papéis e limites entre conselho, diretoria e acionista; • Maior proporção de conselheiros independentes, porém quase sempre ainda em minoria; • Maior difusão do conceito de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho; • Criação gradual de mecanismos para avaliação de desempenho do conselho como órgão e do executivo principal. Avaliação de desempenho individual dos conselheiros ainda inexistentes; • Baixa proporção de empresas com planos formais de sucessão dos executivos principais; • Aumento da remuneração dos conselheiros e criação de mecanismos mais elaborados visando alinhá-la ao desempenho da companhia; • Maior formalização do funcionamento dos conselhos com instalação de comitês específicos e elaboração de documentos de governança; • Conselhos mais ativos, porém ainda sujeitos às preferências dos acionistas controladores e/ou executivo principal.
Acesso e conteúdo às informações corporativas.	• Websites de relações com investidores geralmente pobres, com baixo nível de informação além das exigências legais; • Informações praticamente nulas sobre a forma de remuneração dos executivos e conselheiros, incluindo montantes e sistemas de remuneração variável; • Baixo nível de informações sobre transações com partes relacionadas, incluindo ausência de regras a fim de assegurar condições de mercado em tais operações; • Baixo nível de informações substanciais sobre as políticas e práticas para gerenciamento dos riscos corporativos; • Poucas informações para investidores externos do modelo de Governança Corporativa da companhia e das práticas adotadas; • Baixo nível de informação sobre o desempenho financeiro da companhia com baixa divulgação de métricas como o lucro econômico ou valor econômico criado ou destruído no período.	• Aprimoramento substancial da qualidade dos websites de RI, em alguns casos constituindo verdadeiros portais interativos com informações em tempo real; • Diminuição da escassez de informações acerca dos pacotes de remuneração dos administradores devido a mudanças na regulação; • Maior divulgação das transações com partes relacionadas decorrentes de mudanças na regulação. Entretanto, definição de políticas e regras claras para tais operações ainda incipientes; • Maior preocupação com o estabelecimento de processos formais para gerenciamento dos riscos corporativos; • Aprimoramento substancial das informações sobre o modelo e práticas de governança adotadas aos investidores externos, com divulgação de documentos de governança; • Manutenção da baixa proporção de empresas divulgando métricas de desempenho como seu valor econômico criado ou destruído no período.

Quadro 7 – Características do modelo tradicional de governança e do modelo emergente
Fonte: Silveira, 2010, p. 184.

ANEXO B

Governança no Brasil		Governança no Mundo
1992	Não houve registro sobre governança neste período.	Publicação do Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de Governança Corporativa. O documento, elaborado por uma comissão coordenada por Sir Adrian Cadbury, surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos 1980. O Relatório influenciou as publicações dos futuros códigos de diversos países. GM divulga suas "Diretrizes de Governança Corporativa", considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa.
1994	Não houve registro sobre governança neste período	Em pesquisa realizada pelo Calpers (California Public Employees Retirement System), observou-se que mais da metade das 300 maiores companhias dos EUA tinham desenvolvido manuais próprios de recomendações de Governança Corporativa.
1995	Fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC.	Publicação do Relatório Vienot, marco da governança na França.
1996	O primeiro evento público do IBCA, no Museu de Arte Moderna, abre ciclo de debates inédito no País sobre conselheiros de administração e Governança Corporativa.	Não houve registro sobre mudanças na governança neste período
1997	É aprovada a Lei 9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas original (Lei 6.404/1976). A Lei revoga o Tag Along de 100% para ordinaristas, sendo considerada um retrocesso na questão do direito dos acionistas minoritários.	Criação do novo mercado (Neuer Markt) da Bolsa de Frankfurt, Alemanha. No mesmo ano, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas lança relatório com recomendações sobre Governança Corporativa. Em setembro, ocorre a crise asiática, fomentada, entre outras coisas, por má práticas de Governança Corporativa
1998	Primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar. JC Penney adquire controle da Lojas Renner por meio de oferta hostil, sem tag along. IBCA realiza primeiro curso para conselheiros.	Em Julho é lançado o relatório britânico produzido pelo Comitê Hampel, intitulado Combined Code. O Comitê de Governança Corporativa, estabelecido pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão, elabora "Os Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa". O documento baseou-se no relatório britânico, porém com diretrizes mais modestas. No mesmo ano, a OCDE cria o Business Sector Advisory Group on Corporate Governance.
1999	O Instituto - IBCA - passa a se denominar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Lançado o primeiro código brasileiro sobre Governança Corporativa, o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", de autoria do IBGC. CVM lança Instrução 299, sobre ofertas públicas, e rodízio de auditorias	O grupo de Governança Corporativa da OCDE abre caminho para a consolidação dos Principles of Corporate Governance, divulgado em maio, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança.
2000	Em novembro, o IBGC realiza o 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa, em comemoração ao 5º aniversário do Instituto, com a intenção de divulgar os conceitos e práticas de governança. Em dezembro, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) lança oficialmente os segmentos diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. CVM multa JC Penney pelo episódio com a Lojas Renner	Banco Mundial e McKinsey concluem em estudo que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança. Em São Paulo, acontece a primeira mesa redonda na América Latina, cujo resultado foi a produção de um relatório com as conclusões da realidade de cada região.
2001	BOVESPA cria o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. A Lei das SAs é reformada, sendo promulgada a Lei 10.303/2001, apresentando avanços, embora tímidos em relação ao projeto inicial.	Em novembro, é divulgado ao mundo os problemas de fraude contábil na Enron. Na sequência, diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. Como uma das consequências, a empresa de auditoria norte-americana Arthur Andersen cessa suas operações, após ser acusada de obstruir os trabalhos da justiça. O código produzido pela OCDE é revisado e incorpora o resultado de debates internacionais.
2002	Em junho, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. A autarquia lança ainda as instruções 358 e 361 sobre informações relevantes e fechamento branco, respectivamente. CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.	O congresso norte-americano aprova a Lei <i>Sarbanes-Oxley</i> (SOX) em julho, como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país, como Enron, Worldcom e Tyco, entre outras. No mês seguinte, a Securities and Exchange Commission (SEC) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova Iorque aprova novos requisitos de Governança Corporativa como condição para listagem de empresas.

CONTINUAÇÃO DO ANEXO B

2003	1ª edição do Prêmio IBGC de Monografias. Lançada a pesquisa Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil, objeto de parceria entre o IBGC e a Booz Allen Hamilton. CVM lança instrução 381 sobre serviços oferecidos pelas auditorias.	Em maio, a Nasdaq anuncia normas semelhantes à Bolsa de Nova Iorque. Em dezembro, ocorre um escândalo corporativo na Parmalat, sendo o primeiro de muitos problemas de Governança Corporativa com grandes empresas da Europa Continental. Na Inglaterra, é lançado o Higgs Report, contendo recomendações sobre o papel dos conselheiros externos. É lançado o Revised Combined Code, uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do "comply or explain" (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país. Na Alemanha, é lançado o código de governança alemão, seguindo de forma similar a abordagem do "comply or explain"
2004	Retomada do movimento de ofertas públicas iniciais (IPOs) no Brasil com listagem da Natura no Novo Mercado. A grande maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado, segmento mais avançado de Governança Corporativa da BOVESPA. O IBGC lança, em edição revista e ampliada, a 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", abordando de forma didática e detalhada o papel dos diferentes públicos-alvo da governança.	A partir de recomendação da quinta Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina, a OCDE cria o Círculo de Companhias. FTSE e ISS lançam índice internacional de Governança. AASB 1046 - Austrália exige divulgação de remuneração dos administradores.
2005	É realizada a oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de Governança Corporativa. O IBGC completa 10 anos e lança o livro "Uma década de Governança Corporativa - História do IBGC, marcos e lições da experiência".	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) lança documento contendo diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal. ICGN lança seu código de melhores práticas de Governança Corporativa: Global Corporate Governance Principles.
2006	1ª edição do Prêmio IBGC/Itaú de Jornalismo. BOVESPA amplia regras para os níveis diferenciados de listagem. Neste mesmo ano, um caso de insider trading ocorrido durante a tentativa pioneira de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia causa grande repercussão no mercado, aumentando a atenção do órgão regulador em operações similares.	Mais um problema de Governança Corporativa é anunciado no mercado norte-americano: mais de 130 empresas são acusadas de manipular as datas de concessão dos planos de opções de ações dos seus executivos, visando aumentar seus ganhos pessoais. O escândalo, conhecido como options backdating, causa a demissão de mais de 50 CEOs e conselheiros. 2ª revisão do Combined Code (UK) com a adoção do proxy voting. ICGN lança o guia Executive Remuneration Guidelines, cujo foco está na estruturação de pagamento dos executivos no longo prazo e nas políticas de divulgação da remuneração
2007	Não há registros	ICGN lança guia sobre responsabilidade dos acionistas: Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities.
2008	Escândalo Agrenco. IBGC lança a primeira Carta-Diretriz, se posicionando sobre o tema: Independência dos Conselheiros de Administração - Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas.	Crise financeira expõe problemas de gestão de riscos e o papel dos conselhos de administração.
2009	Em iniciativa inédita no Brasil, Usiminas divulga remuneração dos administradores em seu relatório anual de 2008. IBGC lança a quarta versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. CVM lança a instrução 480, nome oficial daquela que ficou conhecida como 'nova 202', referência à principal norma reformada. A 480 revoga 16 instruções, 3 deliberações e altera, de alguma forma, 28 normas de mercado, trazendo como uma das principais mudanças o aumento no nível de informações prestadas pelas companhias.	Ostrom e Williamson levam Nobel de Economia por estudos relacionados à governança. Em janeiro, o fundador e presidente do Conselho de Administração da companhia indiana de tecnologia da informação Satyam admitiu ter manipulado os balanços da empresa: 94% do caixa não existia.

Quadro 8 – Linha do Tempo _ Governança Brasil e Mundo.
Fonte: IBGC (2012)