

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS**  
**ECONÔMICAS.**

**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: ANÁLISE DO IMPACTO DOS**  
**NÍVEIS DE GOVERNANÇA DA BM&F BOVESPA NO RETORNO DE**  
**MERCADO DAS EMPRESAS PARTICIPANTES**

**KHESIA BORGES MARTINS FERREIRA**

**Goiânia – GO**

**2013**

Universidade Federal de Goiás  
Pró-Reitoria de Pesquisa e Pós-Graduação  
Sistema de Bibliotecas - Biblioteca Central  
Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia  
Campus Samambaia - Caixa Postal 411 74001-970 Goiânia-GO  
Fone (62) 3521-1183. Fax (62) 3521-1396

**TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR AS MONOGRAFIAS ELETRÔNICAS NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DE MONOGRAFIAS DA UFG - RIUFG**

**1. Identificação do material bibliográfico monografia:**

Graduação      [ ] Especialização

**2. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso**

Autor (a):	Kheria Borges e Martinis Ferreira
E-mail:	kheriaa@gmail.com
Seu e-mail pode ser disponibilizado na página?	[ ] Sim <input checked="" type="checkbox"/> Não
Título:	Governança Corporativa: Análise do Impacto dos Níveis de Governança da BM&F Bolsa no Retorno de Mercado das Empresas Participantes
Palavras-chave:	Governança Corporativa; Retorno de Mercado; Novo Mercado.
Título em outra língua:	Corporate Governance: Analysis of the impact of levels of Governance and BM&F Bolsa in Market Return of Participating Companies
Palavras-chave em outra língua:	Corporate Governance; Stock return; New market.
Data defesa: (dd/mm/aaaa)	19/02/2013
Graduação/Curso Especialização:	Ciências Contábeis
Orientador (a):	Alex Manoel Ribeiro

**DECLARAÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO NÃO-EXCLUSIVA**

O referido autor:

- a) Declara que o documento em questão é seu trabalho original, e que detém prerrogativa de conceder os direitos contidos nesta licença. Declara também que a entrega do documento não infringe, tanto quanto lhe é possível saber, os direitos de qualquer outra pessoa ou entidade.
- b) Se o documento em questão contém material do qual não detém os direitos de autor, declara que obteve autorização do detentor dos direitos de autor para conceder à Universidade Federal de Goiás os direitos requeridos por esta licença, e que esse material cujos direitos são de terceiros está claramente identificado e reconhecido no texto ou conteúdo do documento em questão.

**TERMO DE AUTORIZAÇÃO**

Na qualidade de titular dos direitos do autor do conteúdo supracitado, autorizo a Biblioteca Central da Universidade Federal de Goiás a disponibilizar a obra, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional de Monografias da UFG (RIUFG), sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou download, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data, sob as seguintes condições:

Permitir uso comercial de sua obra? ( ) Sim       Não

Permitir modificações em sua obra?

( ) Sim

( ) Sim, contando que outros compartilhem pela mesma licença .

Não

A obra continua protegida por Direito Autoral e/ou por outras leis aplicáveis. Qualquer uso da obra que não o autorizado sob esta licença ou pela legislação autoral é proibido.

Local e data      Goiânia, 25 de Fevereiro de 2013

Kheria B. Martinis Ferreira

Assinatura do Autor e/ou Detentores dos Direitos Autorais

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS  
ECONÔMICAS  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: ANÁLISE DO IMPACTO DOS  
NÍVEIS DE GOVERNANÇA DA BM&F BOVESPA NO RETORNO DE  
MERCADO DAS EMPRESAS PARTICIPANTES**

KHESIA BORGES MARTINS FERREIRA

Trabalho de conclusão de curso apresentado como exigência para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás, sob orientação do professor Ms. Alex Mussoi Ribeiro.

Goiânia – GO  
2013

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
GPT/BC/UFG**

F383g Ferreira, Khesia Borges Martins.  
Governança corporativa [manuscrito] : análise do impacto dos níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa no retorno de mercado das empresas participantes / Khesia Borges Martins Ferreira. - 2013.  
35 f. : tabs, qds.

Orientador: Prof. Ms. Alex Mussoi Ribeiro.  
Monografia (Graduação) – Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, 2013.

Bibliografia.

Inclui lista de tabelas e quadros.

1. Governança corporativa. 2. Retorno acionário. 3. Ações (Finanças) – Novo mercado. I. Título.

CDU: 658:334.78

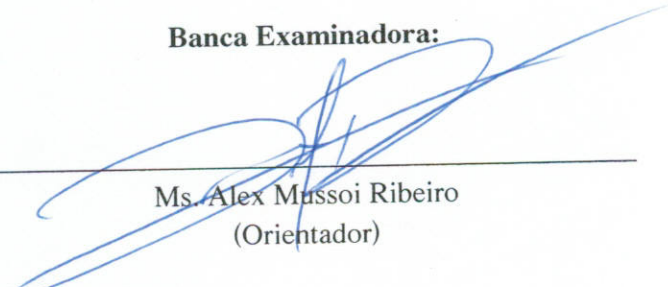
**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: ANÁLISE DO IMPACTO DOS NÍVEIS DE  
GOVERNANÇA DA BM&F BOVESPA NO RETORNO DE MERCADO DAS  
EMPRESAS PARTICIPANTES**

**KHESIA BORGES MARTINS FERREIRA**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido à Banca Examinadora como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Banca Examinadora:**



---

Ms. Alex Mussoi Ribeiro  
(Orientador)



---

Ms. Michele Rilany Rodrigues Machado



---

Ms. Moisés Ferreira da Cunha

**Julgado em:** Goiânia, 19 de fevereiro de 2013.

*Ao meu esposo, minha razão de viver e motivo de seguir em frente para juntos conquistarmos nosso universo de possibilidades.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus que nos concede o privilégio de acordarmos todos os dias para vivermos e desfrutarmos o melhor desta terra. Pois Ele me fortalece na caminhada da vida, levanta-me quando caio e leva-me em seu colo quando não consigo andar.

Agradeço ao meu esposo, César Augusto, que me encoraja a não desistir e impulsiona-me para vivermos nossas vidas intensamente, você é a razão de eu estar aqui e tenho certeza que ainda temos muitas felicidades e sonhos para realizar. Agradeço à minha mãe, Marleide, ao meu pai, Marcos, tudo o que sou hoje eu devo a vocês, meus exemplos de determinação e superação. Agradeço também a minha irmã, Khellen, por seu companheirismo ininterrupto.

Agradeço a todos os professores que contribuíram para meu crescimento, em específico aos professores do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Goiás. Vocês são referências e os melhores no que fazem.

Agradeço aos minhas colegas Juliana Almeida, Vandliny e Jackelline pelo companheirismo durante esta jornada. Nossa história não acaba aqui, estamos apenas começando.

“Parece-me fácil viver sem ódio, coisa que nunca senti, mas viver sem amor acho impossível”.

(Luiz Vaz de Camões)

## RESUMO

A presente pesquisa tem por objetivo verificar se os retornos médios das empresas dos setores de bancos e energia elétrica enquadradas nos níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa são significativamente diferentes entre si e entre as empresas enquadradas no mercado tradicional, Para tanto será analisados os dados de tais empresas no período de janeiro a dezembro de 2012. Esta pesquisa classifica-se como um estudo empírico-analítico quantitativa e com a finalidade de se verificar se os níveis de governança corporativa exercem influência na determinação do retorno de mercado aplicar-se-á aos dados, colhidos no sistema Económica um modelo econométrico. Os resultados sugerem que não ocorreram mudanças positivas em relação à migração ao Novo Mercado, o nível de Governança Corporativa com mais informações disponíveis, não obtiveram retornos anormais, o que entende-se que não ocorreu a criação de riqueza para os acionistas destas empresas dos setores de energia e bancos. O resultado encontrado corroborou com a pesquisa de Camargos e Barbosa (2006), o mesmo foi analisado e observado nesta pesquisa, e apresenta-se em contrariedade com Santana (2002), uma vez que o Novo Mercado, o nível de Governança Corporativa que apresenta maior exigência no que tange as informações disponibilizadas aos usuários apresentou destruição de valor nos setores de energia e banco no período de Janeiro a Dezembro de 2012.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, retorno acionário, Níveis de Governança Corporativa.

## **ABSTRACT**

*This research aims to verify whether the average returns of companies in the banking and electricity framed in levels of Corporate Governance BM & F Bovespa are significantly different from each other and between companies classified in the traditional market, for both will be analyzed data such companies in the period January to December 2012. This research is classified as an empirical-analytic and quantitative in order to check whether the levels of corporate governance influence in determining the market return will apply to data collected in the system Econométrica an econometric model. The results suggest that there were no positive changes in relation to migration to the New Market, the level of corporate governance with more information available, but showed abnormal returns, which means that there was no wealth creation for shareholders of these companies in the energy and banks. Our results are corroborated with the research Camargos and Barbosa (2006), it was observed and analyzed in this research, and presents itself in contradiction with Santana (2002), since the New Market, the level of corporate governance that presents more demanding regarding the information available to users submitted value destruction in the energy and bank in the period January to December 2012.*

**Key words:** *Corporate Governance, stock returns, Levels of Corporate Governance.*

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 01</b> – Requisitos para adesão aos níveis de Governança Corporativa.....	18
---	----

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 01</b> – Estatística descritiva dos dados por nível informacionário.....	26
<b>Tabela 02</b> – Dados estatísticos do software Stata.....	27
<b>Tabela 03</b> – Dados estatísticos do software Stata - antilog.....	28

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1. Problema e Objetivos.....	13
1.2. Hipótese .....	14
<b>2. PLATAFORMA BIBLIOGRÁFICA .....</b>	<b>15</b>
2.1. Governança Corporativa.....	15
2.2. Níveis de Governança Corporativa – BM&F Bovespa .....	16
<b>3. METODOLOGIA.....</b>	<b>22</b>
3.1. Apresentação de métodos estatísticos.....	23
<b>4. RESULTADOS .....</b>	<b>26</b>
4.1. Estatística Descritiva .....	26
4.2. Testes econométricos.....	27
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>31</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>33</b>
<b>APÊNDICE .....</b>	<b>35</b>

## **INTRODUÇÃO**

Vários são os trabalhos cujo tema de pesquisa estão relacionados à governança corporativa, como os de Santana (2002), Silveira (2002) e Carvalho (2003). Estes reforçam a ideia de que a contribuição de informações gera confiança e valores às ações, pois empresas que se aderem a práticas diferenciadas de governança enquadram-se em um maior nível de lucratividade quando comparadas às que não aderiram a estas práticas depois de observarem o comportamento do mercado acionário (SANTANA, 2002).

De acordo com Fama (1970) a Hipótese de Mercado Eficiente (EMH) refletem integralmente e de forma não viesada, as informações disponíveis. Nenhuma informação relevante seria ignorada pelo mercado. Tendo em vista esta afirmação, pode-se entender que as demonstrações contábeis são relevantes e logo é natural considerar que tenham impacto nos preços dos títulos negociados no mercado de capitais a medida que cresçam a disponibilidade de informações.

Fama (1970), Macedo, De Mello e Filho (2006) que asseveram que a crescente redução da assimetria informacional impacta o risco das transações, pois o risco está associado à incerteza de determinado evento. Desta forma, a redução da assimetria informacional implica em uma redução do risco, este associado a incerteza. Portanto, uma empresa ao entrar em um dos níveis de governança corporativa da Bovespa, assume o compromisso de prestar maiores informações, conforme o nível de governança, e também, contribuir para a diminuição da assimetria informacional. E maior transparência seria reconhecida pelo mercado, conforme o pressuposto da hipótese do mercado eficiente, o que justifica a realização desta pesquisa.

No Brasil a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lançou em 2001 uma classificação para um novo conceito de transparência de informações em níveis de mercado. Para Mello (2006) estes novos segmentos tiveram como objetivo valorizar as empresas e estimular o interesse dos investidores, ao proporem a diminuição da assimetria informacional e a criação de níveis de Governança Corporativa. Os níveis criados pela Bovespa são: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. Estes níveis de mercado determinados pela Bovespa foram classificados de acordo com o nível de compromisso assumido pela empresa com relação a

algumas práticas societárias, visando serem empresas comprometidas com a maior transparência e com melhores práticas de governança corporativa.

Considerando que, segundo a Hipótese do Mercado Eficiente o mercado reconhece a divulgação de informações, conforme o nível de evidenciação, assumindo as formas fraca, forte e semi-forte (FAMA, 1970), é razoável entender que os níveis de governança corporativa da BM&F BOVESPA impactam no valor de mercado de uma empresa (MELLO, 2006).

Nota-se que a utilidade dessa pesquisa ocorre em função, partindo do princípio da racionalidade do mercado, os efeitos do evento de refletirem concomitantemente nos preços das ações, efeitos observados também por Michalischen & Paiva (2009); Costa & Martins (2008); Ceretta, Vieira & Milach (2008); Machado & Machado (2008); Luz, Silva, & Coelho (2008); Dias & Barros (2008); Lyra (2007); Markoski & Moreno (2005); Lima & Terra (2004); Camargos & Barbosa (2003).

A pesquisa contribuiu e teve sua utilidade no campo deste tema, pois aumentou o debate sobre Governança Corporativa e sobre as implicações da disponibilidade de informações no mercado de capitais, pois o estudo visa diagnosticar a contribuição de uma aderência aos níveis de governança corporativa nas empresas que optaram por uma maior evidenciação de informações.

### **1.1.Problema e Objetivos**

Dado que o mercado de ações reconhece as informações que são nele divulgadas e influencia sobre as ferramentas nele inseridas, esta pesquisa tenta responder a seguinte indagação: *os retornos médios de empresas dos setores de bancos e energia elétrica enquadradas nos níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa são significativamente diferentes entre si e entre as empresas enquadradas no mercado tradicional?*

O objetivo principal desta pesquisa é verificar se os retornos médios das empresas dos setores de bancos e energia elétrica enquadradas nos níveis de Governança Corporativa da

BM&F Bovespa são significativamente diferentes entre si e entre as empresas enquadradas no mercado tradicional. Para tanto será analisados os dados de tais empresas no período de janeiro a dezembro de 2012.

## **1.2.Hipótese**

Acredita-se que uma empresa tem um retorno maior no mercado de capitais quando essa apresenta um maior nível de informações (LYRA, 2007). Com base nesta afirmação a hipótese a ser testada por esta pesquisa estabelece que:

*H<sub>a</sub>: os níveis de governança corporativa exercem influência positiva na determinação do retorno de mercado.*

*H<sub>b</sub>: Em face da disposição de um maior volume de informações ao mercado acionário, a variável Novo Mercado possui uma influência positiva aos demais níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa.*

Esta pesquisa está estruturada em 05 (cinco) diferentes seções. A primeira abordou a introdução do trabalho, evidenciando, além da contextualização do tema, a importância de sua realização, bem como os objetivos principal e específicos a serem atingidos. A segunda seção evidenciará o estado da arte sobre o tema delimitado. A terceira tratará da metodologia a ser aplicada para consecução dos objetivos. A quarta seção apresentará os resultados gerados a partir dos dados coletados. E a quinta parte diz respeito as conclusões que foram obtidas através dos resultados gerados e do embasamento teórico.

## 2. PLATAFORMA BIBLIOGRÁFICA

### 2.1. Governança Corporativa

La Porta et al (1999) defende a ideia de que para alcançar a proteção legal ao acionista estes estariam dispostos a pagar um prêmio de mercado maior, pois não é possível mais confiar somente nas palavras, é necessário um respaldo para ter credibilidade no mercado, sendo necessário certificações de que a empresa é confiável e rentável, no contexto econômico que estamos não se pode arriscar seus investimentos em empresas que são pouco confiáveis ou que não seguem o mínimo de transparência necessária.

Esta credibilidade se dá a partir do momento que se estabelece uma rigidez na divulgação das informações e ligado a uma meta mínima de transparência. Na Governança Corporativa isto é selado a partir de um contrato de firmado entre a Bovespa e a empresa interessada.

Segundo a BM&FBOVESPA (2010) o mercado de capitais é definido como “um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização”. Podemos dizer que a principal função das informações divulgadas no mercado de capitais é a de possibilitar ao investidor decidir em que ativos aloca os seus recursos escassos. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 117) afirmam que a informação “é necessária para que os investidores individuais montem carteiras que reflitam suas próprias preferências [...]”.

Num contexto geral a governança corporativa visa a transparência como um modo de apresentar a empresa para que os fornecedores de recursos obtenham para si o retorno sobre seus investimentos através das informações que obtenham da empresa (SILVEIRA, 2002 e SHLEIFER e VISHNY 1997). De acordo com Yamamoto (2004) a governança corporativa, é definida como uma técnica ou sistema de estruturação societária, não deve ser observada apenas sob a ótica da otimização da relação retorno-risco ou como meio de captar recursos no mercado a custo mais baixo.

A governança corporativa principalmente se sustenta em conceitos relacionados com a Contabilidade, uma vez que esta está diretamente ligada a transparência (*disclosure*),

equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (sustentabilidade) (MALANCRIDA E YAMAMOTO, 2006). Além disso, envolve questões quanto a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, dependendo muito do ambiente institucional no qual a empresa está inserida (SILVEIRA, 2002).

Segundo Batistella, Corrar e Aguiar (2004) quanto mais eficiente é a governança corporativa, mais interessante torna-se a empresa sob a ótica do investidor, devido ao fato de que o mesmo terá maior segurança para a tomada de decisão. Assim pode-se assegurar que o nível de informações está ligado ao sucesso de investimento na empresa e além de que boas práticas de governança corporativa dentro de uma empresa pode visar o aumento do valor da mesma, podendo facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade e estabilidade (BOVESPA, 2010).

A divulgação de informações é fundamental para seus usuários no processo de tomada de decisões, quanto mais transparente a empresa se apresenta mais confiança ela passará aos seus investidores. Portanto, a evidenciação clara, objetiva e completa possibilita um maior grau de confiabilidade e segurança ao se decidir por uma alternativa em detrimento de outras (MALACRIDA e YAMAMOTO, 2006).

Os níveis de mercado buscam reforçar a idéia de transparência das informações para o acionista alicerçado nos princípios contábeis e na demanda de informações requerida pelo usuário, segundo Shleifer e Vishny (1997). O que reforça esta idéia é que “a maior parte das economias de mercado avançadas tem resolvido seu problema de governança corporativa de uma forma no mínimo razoável, garantindo enormes fluxos de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos fornecedores de recursos” (SHLEIFER e VISHNY, 1997, P. 737).

## **2.2. Níveis de Governança Corporativa – BM&F Bovespa**

Em 2001 a Bovespa foi criou quatro níveis de mercado: mercado tradicional, mercado nível I, mercado nível II e o Novo Mercado. O novo procedimento se resume em adotar práticas de governança corporativa estabelecidas pela Bovespa que é firmado através de um contrato de adesão entre a Bovespa e a empresa adquirente.

Para oferecer ao investidor maior confiança a Bovespa aderiu aos níveis de Governança Corporativa para que as empresas que aderirem a eles divulguem informações para que os investidores possam escolher onde e como investir. Para Malacrida e Yamamoto (2006) o fundamental para os usuários na tomada de decisões é, sem dúvida, a divulgação de informações, pois quanto mais informações relevantes à empresa divulgar mais confiante e atraente ela será aos seus investidores. Desta forma pode-se entender que uma evidenciação da posição financeira da empresa, apresentação clara e objetiva das informações proporciona maior grau de confiabilidade e segurança ao se decidir entre uma empresa se comparada a uma que não tem os mesmos quesitos.

Portanto, conforme Costa e Camargos (2005) a adoção de práticas de Governança Corporativa leva a uma maior transparência nas políticas, estratégicas e ações empresariais, que resulta na valorização dos ativos das empresas que as adotam, principalmente das suas ações no mercado.

O intuito da Bovespa é expandir o nível informacional do mercado de capitais brasileiro visando uma maior evidenciação do mesmo para que seja mais atrativo aos investidores e destacar as empresas que se comprometem em apresentar práticas de Governança Corporativa (BOVESPA, 2010).

O grau de compromisso assumido pela empresa que determina em qual Nível ela se enquadra é formalizada por meio de um contrato, assinado pela BM&FBOVESPA, pela Companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores, no qual concordam em manter observância ao Regulamento de Listagem do segmento específico. Este regulamento assenta as exigências que devem ser atendidas pelas Companhias listadas. As empresas que aderirem aos níveis devem adotar práticas de governança corporativa estabelecidas pela Bovespa para atender as cláusulas do contrato firmado entre a Bovespa e a empresa.

De uma forma geral as companhias inseridas na bolsa de valores devem atender a Lei das SA's (Lei 6.404/76), não tendo obrigações além do que está disposto em lei, as informações são limitadas ao que é obrigatório no que tange a divulgação de informações. Já os níveis de Governança Corporativa trazem ao mercado de capitais brasileiro o diferencial às empresas que se comprometem a divulgar maiores informações e que aderem a ideia de expandir o nível informacional.

As exigências para inserção aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA são apresentadas no quadro abaixo.

**Quadro 1: Requisitos para adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa**

Níveis de Governança Corporativa		Requisitos para adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa
Novo Mercado	Nível 1	Obrigação de todos os administradores de assinarem o termo de anuência da BOVESPA;
		Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representado 25% do capital e realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
		Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
		Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
		Divulgação de acordos de acionistas e programas de <i>stock options</i> ; e
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.
	Nível 2	Balanço anual seguindo as normas US GAAP ou IAS GAAP;
		Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários;
		Conselho de administração com no mínimo 5 membros e mandato unificado de 1;
		Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
		Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos ente a companhia e empresa do mesmo grupo;
		Tag Along de 100% aos ordinaristas minoritários e de 70% do valor para os preferencialistas;
		Emissão somente de ações ordinárias e/ou conversão de ações preferenciais em ações ordinárias (proibição de emissão de ações preferenciais).

Fonte: Elaborado a partir dos Anais do 1º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças, disponível em [http://www.ccn.ufsc.br/congresso/\(2009\) no artigo "Governança Corporativa: Uma análise crítica sobre a aplicabilidade dos níveis diferenciados de governança"](http://www.ccn.ufsc.br/congresso/(2009) no artigo ).

Conforme BM&FBOVESPA (2010), os Níveis de Governanças Corporativas também possuem regras diferenciadas de listagem. Tais regras são análogas as exigências de listagem do Novo Mercado. Esses segmentos especiais de listagem têm o objetivo de criar alternativas para as empresas que têm ações preferenciais na sua estrutura acionária, mas que estão dispostas a tornarem-se mais transparentes e oferecer mais garantias para os investidores.

Mediante a isto, a BM&FBOVESPA definiu um conjunto de exigências de listagem com regras de transparência e boas práticas de governanças corporativas para empresas, administradores e controladores. Estas exigências são dadas como importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia. Essas normas foram definidas como "Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa". (BM&FBOVESPA, 2010).

O Nível 1 da Governança Corporativa, implantado pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), é um segmento desenvolvido com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias através de melhorias nas prestações de informações no mercado acionário. As empresas inseridas neste nível tem o compromisso de apresentar maiores informações aos investidores, conforme já apresentadas no quadro nº 1. Estas melhorias nas informações seriam relevantes nas divulgações apresentadas trimestralmente pelas empresas e também no que tange a exigência de consolidação e de revisão especial.

Grande parte das convenções que as empresas do Nível 1 assumem perante os investidores refere-se a evidência de dados que ajudem na avaliação do valor da empresa, além de não terem partes beneficiárias. (BM&FBOVESPA, 2010).

Já no Nível 2, também implantado pela Bovespa, as empresas listadas neste nível se comprometem a cumprir todas as regras relativas ao nível 1 adicionado a um conjunto mais amplo de práticas de transparência referentes a Governança Corporativa relativas ao que tange os acionistas minoritários das empresas inseridas neste nível. As empresas do Nível 2 têm ações preferenciais, muito embora os titulares dessas ações preferenciais tenham direito de voto em algumas matérias específicas. Neste nível estão contidas as empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na atual Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA). As empresas que estão no segmento do Nível 2 têm por obrigação práticas relativas aos direitos dos acionistas e conselho de administração.

No Novo Mercado são exigidas todas os quesitos obrigatórios nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. Para se registrarem ao Novo Mercado, ou seja, para que as empresas sejam listadas como empresas do Novo Mercado, estas deverão assinar um contrato com participação de seus controladores, administradores e a BM&FBOVESPA no qual se sujeitam a acatar o regulamento e todas as demais exigências impostas aos integrantes desta listagem, além de adotarem a câmara de arbitragem da BM&FBOVESPA, criada em junho de 2001, para a resolução de eventuais conflitos que surgirem.

O Novo Mercado exige que as empresas, além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, decidam emitir apenas ações ordinárias, que são as ações com direito a voto, acabando com o papel das ações preferenciais. O público alvo são as empresas interessadas em abrir o capital. Companhias abertas com ações preferenciais também podem entrar no Novo Mercado, desde que transformem todas as ações em ordinárias. Nesse nicho de mercado aceita-se todas as empresas que abram o capital, ou seja, as limitações impostas às empresas para serem listadas no Novo Mercado não estão relacionadas ao porte da empresa ou ao seu ramo de negócio, mas que demonstrem boas práticas de Governanças Corporativas, que possuam apenas ações ordinárias e caso tenham ações preferenciais, deverão convertê-las em ordinárias.

Mediante a tantas restrições, tem-se grandes benefícios ao ser listado no Novo Mercado. Além da melhoria da imagem institucional podem ser citados os benefícios relacionados aos investidores, pois terá uma melhor precificação do valor das ações, maior segurança quanto aos seus direitos societários e a redução de riscos. Tem-se um benefício ainda maior, que estão relacionados a ter empresas mais fortes e competitivas e a dinamização da economia. Este nível tem o propósito da redução da noção de risco pelos investidores e, conseqüentemente, aumento do valor e liquidez das ações (SANTANA, 2001). Segundo Santana (2006), essa redução de riscos se daria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução na assimetria de informações entre controladores e administradores das empresas participantes do mercado.

Além disso, exige a publicação de informações segundo padrões internacionais ou norte-americanos e a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos entre acionistas.

Tais compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia; e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

Essas implantações de políticas de transparências informacionárias auxiliam o investidor na tomada de decisão e proporciona maior segurança ao se investir, com isso o mercado acionário brasileiro cresce, pois desta forma se torna competitivo e rentável (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Assim, considerando o que foi dito por Batistella, Corrar e Aguiar (2004) quanto mais eficiente é a governança corporativa, mais interessante torna-se a empresa sob a ótica do investidor, devido ao fato de que o mesmo terá maior segurança para a tomada de decisão.

### 3. METODOLOGIA

A pesquisa classifica-se como um estudo empírico-analítico, que, segundo Martins (2002, p. 34) estes estudos, “[...] são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos [...]. Têm em comum forte preocupação com a relação causal entre variáveis”.

Fundamentando-se na plataforma bibliográfica esta pesquisa consiste na investigação do retorno acionário de acionistas de empresas que aderiram aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa. Baseada nos dados disponíveis no mercado de capitais brasileiro, para ser possível o estudo do comportamento dos preços antes e depois da adesão, visando identificar o impacto positivo ou não dessa adesão no retorno aos acionistas, verificando o estado da arte do contexto apresentado anteriormente.

Na investigação do impacto da adesão aos níveis de governança corporativa sobre os retornos dos acionistas foi utilizados modelos econométricos com o intuito de se verificar o grau de explicação do nível de governança corporativa nos retornos de mercado.

O foco desta pesquisa é a análise do médias acionário de empresas inseridas aos níveis de governança corporativa da Bovespa, para tanto o período a ser analisado é janeiro a dezembro de 2012. A pesquisa contemplará somente as empresas dos setores de energia e bancos com ações listadas na Bovespa, sendo sociedades anônimas de capital aberto que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa. Estes dados serão colhidos através do banco de dados da Economática, sistema que é utilizado para fazer análises econômico-financeiras.

A amostra utilizada no trabalho foi construída por trinta e seis empresas dos setores de energia e das empresas de bancos classificadas como integradas listadas na Bovespa, sendo estas 9 (nove) empresas inseridas no Novo Mercado, 8 (oito) empresas no Nível 2, 11 (onze) empresas participantes do Nível 1 e 8 (oito) empresas do Mercado Tradicional. Os retornos diários das empresas utilizadas para a realização dos testes empíricos foram coletados do sistema Economática. Foram utilizados os retornos relativos ao período de Janeiro a Dezembro de 2012.

Nos cálculos dos retornos das ações serão utilizadas cotações de fechamento diárias nos dias úteis, em Real, ajustadas por proventos, e até dividendos, para evitar que tais eventos influenciem os resultados. O retorno será determinado pela seguinte equação:

$$R_m = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (1)$$

Sendo:

$R_m$ : Retorno de mercado

$P_t$ : Preço de fechamento da ação no momento  $t$

$P_{t-1}$ : Preço de fechamento da ação no momento  $t-1$

O retorno dado pela equação acima é uma variação do modelo dos retornos ajustados ao mercado. Para Costa e Camargos (2006) esse modelo é o mais utilizado em pesquisas norte-americanas, e apresenta um desempenho similar aos modelos mais sofisticados.

Foram utilizados os dados do sistema Economática no período de Janeiro a Dezembro de 2012, o valor do retorno diário nos dias úteis para as empresas neste período. Excluiu-se da amostra as empresas que não disponibilizaram os retornos no sistema Economática, pois inviabilizariam a pesquisa mediante falta de dados para inserir no modelo econométrico.

Para obtenção dos resultados foi utilizado a apuração do retorno acionário de cada empresa e aplicação de testes econométricos no conjunto amostral, por meio de regressões lineares, ao retorno das ações das empresas no mercado.

### **3.1. Apresentação de métodos estatísticos**

Com a finalidade de se verificar se os níveis de governança corporativa exercem influência na determinação do retorno de mercado de uma pesquisa aplicar-se-á aos dados, colhidos no sistema Economática, o seguinte modelo econométrico apresentado abaixo.

Atingindo-se a significância global do modelo, bem como a significância individual dos parâmetros permitirá a validade da primeira hipótese enunciada.

$$R_{ti} = \alpha + \beta_2 NM_{ti} + \beta_3 N1_{ti} + \beta_3 N2_{ti} + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

$R_{ti}$ : Retorno de mercado da empresa i no tempo t

NM: *Dummy* para empresas classificadas como novo mercado

N2: *Dummy* para empresas classificadas como nível 2

N1: *Dummy* para empresas classificadas como nível 1

O modelo exposto acima se utilizou de variáveis *dummies* com a finalidade de se capturar o efeito explicitado dos níveis de governança corporativa no retorno acionário de uma empresa para comprovar matematicamente a existência de um maior retorno mediante a aderência aos níveis de governança corporativa. Utiliza-se de *dummies* para poder considerar o papel das variáveis explicativas qualitativas na análise de regressão, pois o modelo de regressão linear é uma ferramenta extremamente flexível, capaz de lidar com muitos problemas interessantes (GUJARATI, 2000).

As variáveis *dummies* são qualitativas nas quais se utilizam “0” para indicar ausência da qualidade e “1” para indicar a presença de uma qualidade (GUJARATI, 2000). Dessa maneira, na variável NM “0” indicará que a empresa analisada não pertence ao novo mercado, e “1” evidenciará a sua presença; para a variável N2, “1” indicará que a empresa pertence ao novo mercado e “0” indicará a ausência dessa qualidade. Ressalta-se que a empresa ao não ser incluída como novo mercado e não ser incluída como nível 2 de governança, ela automaticamente estará enquadrada como nível 1 de governança corporativa e o mercado tradicional se estabelece sob a mesma diretriz.

Como o modelo determinado trata-se de uma regressão linear multivariada que é “mais receptiva a análise *ceteris paribus*, o que permite controlar explicitamente muitos outros fatores, que simultaneamente podem afetar a variável dependente” (WOOLDRIDGE,

2010, p. 64), e esta será necessária a verificação do atendimento dos pressupostos básicos para aplicação do modelo de mínimos quadrados ordinários.

O modelo de mínimos quadrados ordinários tem propriedades estatísticas muito atraentes, pois se pode definir que os estimadores deste modelo são expressos em termos das quantidades observáveis; são estimadores de ponto, pois cada estimador fornecerá um único valor do parâmetro relevante da população e depois de obter as estimativas do modelo de mínimos quadrados ordinários a partir da amostra, pode-se obter a reta de regressão da amostra (GUJARATI, 2000, p. 46-47).

Para testar a hipótese B, que discorre sobre a disposição de um maior volume de informações ao mercado acionário, a variável Novo Mercado possui uma influência superior aos demais níveis de governança corporativa da BM&F Bovespa, será testada a igualdade para os parâmetros estipulados na regressão, utilizando-se do teste *t* unicaldal.

Os valores encontrados para cada parâmetro da equação de nº 02 indicarão, se estatisticamente significantes, qual o valor médio a ser acrescido no retorno de mercado (em log).

## 4. RESULTADOS

Nesta seção são explicitados os resultados da análise estatística dos dados para a hipótese testada.

### 4.1. Estatística Descritiva

A análise dos dados foi feita por nível informacionário constituído pela Bovespa e deste subdividiu-se pelos setores analisados, que compreendem empresas de energia e bancos. Realizou-se o cálculo dos principais medidas de dispersão e localizada: média, mediana, desvio-padrão, coeficiente de variação, mínimo e máximo para logaritmo dos retornos de mercado.

Os resultados obtidos são apresentados na tabela abaixo:

**Tabela 01: Estatística descritiva dos dados por nível informacionário**

	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado		Mercado Tradicional	
	Energia	Bancos	Energia	Bancos	Energia	Bancos	Energia	Bancos
Média	(0,2572)	(0,1160)	(0,2412)	(0,0770)	(0,3677)	(0,0317)	(0,2509)	0,0687
Mediana	(0,1222)	0,0000	(0,0566)	0,0000	(0,2231)	0,0677	0,0000	0,0000
Coeficiente de variação	(4,4506)	(8,4767)	(4,4693)	(11,8117)	(2,8792)	(32,0978)	(3,8951)	9,8064
Desvio-padrão	1,1447	0,9833	1,0780	0,9095	1,0587	1,0175	0,9773	0,6737
Máximo	3,3481	2,2418	2,3878	2,6469	2,3224	1,7681	3,0833	2,3749
Mínimo	(3,9120)	(3,5066)	(3,5066)	(2,9957)	(4,6052)	(3,5066)	(3,9120)	(1,6607)

Fonte: Elaborado pela autora.

No que tange a estatística descritiva foi realizada uma análise exploratória dos dados, no qual se pretende isolar as estruturas e padrões mais relevantes e estáveis da amostra dos dados em estudo.

Em relação ao coeficiente de variação, que mede a dispersão da amostra, pode-se verificar a há uma maior dispersão dos dados, pois o coeficiente de variação resultou em valores superiores a 1, neste caso há uma possível existência de outliers, pois quanto mais próximo de 1, maior a dispersão dos dados.

Observando os resultados que foram obtidos com o cálculo do máximo da amostra, teve-se as maiores observações detectadas no Nível 1, com 3,3481 e no Mercado Tradicional com 3,0833 para o retorno acionário das empresas. Estes níveis, Mercado Tradicional e Nível 1, são os que apresentam menor evidenciação de informação aos usuários se comparados ao Nível 2 e ao Novo Mercado, que segundo Santana (2006) e a Hipótese de Mercado Eficiente deveriam ter apresentados valores para o retorno acionário superiores ao Nível 1 e ao Mercado Tradicional.

#### 4.2. Testes econométricos

Para analisar os resultados, os dados foram tabulados e ordenados em forma de painel, as informações e as informações foram processadas no *software* Stata por meio de regressão linear.

O modelo apresentou seguintes resultados à amostra em questão nesta pesquisa.

**Tabela 02: Dados estatísticos do *software* Stata**

	Coeficiente	Desvio Padrão	Teste t	Pvalor	Inter. Confiança 95%
Nível 1	0,079148	.0351427	2.25	0.024	.1480375
Nível 2	0,085335	.0383288	2.23	0.026	.1604697
Novo Mercado	-0,777536	.0363692	- 2.14	0.033	-.0064603
Mercado Tradicional	-0,180797	.0284191	- 6.36	0.000	-.1250884

Números de observações = 7.888  
 F(3, 7884) = 11.20  
 Prob > F = 0.0000  
 Huber iteration 1: maximum difference in weights = .68085626  
 Huber iteration 2: maximum difference in weights = .04536835  
 Biweight iteration 3: maximum difference in weights = .29033999  
 Biweight iteration 4: maximum difference in weights = .00628927

Fonte: Stata® adaptado pela autora.

A equação postula que o preço da ação se relaciona linearmente com *Dummies* dos níveis de mercado da Bovespa e o tempo ou a variável de tendência. Observa-se, através do modelo teste f, que é o teste de modelo global, que este é estatisticamente significativo uma vez que, para o p-valor aos níveis, apresentou 0,024%; 0,026%; 0,033% e 0,000% para o Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Mercado Tradicional respectivamente. O p-valor de todos os níveis foram menores que 0,05%, este foi o nível de erro aceitável ao intervalo de significância definido.

Portanto, todas as variáveis propostas são estatisticamente significante e servem para explicar o retorno para cada um dos níveis, pois o p-valor foi menor que 0,05%, pode-se dizer que o parâmetro de nível é estatisticamente significativo para todos nos níveis de governança.

Com os parâmetros significativos para o modelo apresentado pode-se analisar através dos resultados gerados pelo *software*, nesta pesquisa tem-se três coeficientes de variação e um intercepto definido como o mercado tradicional, para os três coeficientes de variação tem-se os níveis de governança corporativa, que são o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado.

Halvorsen e Palmquist *apud* Gujarati(2000, p. 529), é necessário calcular o antilog para a interpretação do coeficiente da variável representativa do efeito das médias. O verdadeiro impacto da dummy, em uma regressão semilogaritmica, só pode ser mensurado utilizando o antilog. Para o calculo do antilog é necessário pegar o antilog (na basa *e*) do coeficiente *dummy* estimada e subtrair 1.

Foi elaborado o quadro de resultados do sistema Stata para apresentar o coeficiente de variação no antilog.

**Tabela 03: Dados estatísticos do *software* Stata - antilog**

	Coeficiente	Desvio Padrão	Teste t	Pvalor	Inter. Confiança 95%
Nível 1	8,23645	.0351427	2.25	0.024	.1480375
Nível 2	8,908185	.0383288	2.23	0.026	.1604697
Novo Mercado	-54,0463	.0363692	- 2.14	0.033	-.0064603
Mercado Tradicional	-16,5395	.0284191	- 6.36	0.000	-.1250884
Números de observações = 7.888					
F(3, 7884) = 11.20					
Prob > F = 0.0000					

Fonte: Stata® adaptado pela autora.

No que tange o coeficiente de variação, que explica o aumento ou diminuição no retorno acionário. A partir dos dados gerados pelo software através do modelo econométrico, pode-se constatar que no Nível 1, as empresas que participam deste nível tem uma variação positiva de 8,24% em relação as outras empresas da amostra. No Nível 2, as empresas inseridas neste nível informacionário da Bovespa apresentam uma variação positiva de 8,91% por estarem inseridas neste seguimento corporativo. As empresas relativas ao Novo Mercado, o maior nível informacionário da Bovespa, apresentam um decréscimo de 54,05%.

O nível 1 está contribuindo positivamente para o retorno acionário das empresas, o mesmo acontece com o Nível 2, que apresenta uma contribuição positiva para ao retorno acionário das empresas, este nível apresentou a maior contribuição de valor ao retorno acionário em relação as informações disponibilizadas. Já no Novo Mercado, o nível informacionário mais elevado da Governança Corporativa da Bovespa, observou-se uma variação negativa no retorno acionário em relação às outras empresas. Através destas informações pode-se constatar que quanto mais informações uma empresa disponibiliza menor está sendo seu retorno acionário.

O que reforça a pesquisa de Camargos e Barbosa (2006) que, através de testes econométricos, observaram que a aderência aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa não resultaram na criação de riqueza para os acionistas. O mesmo foi constatado nesta pesquisa uma vez que para o Novo Mercado não foram observados valorização nos retornos acionários das empresas envolvidas.

Os resultados encontrados na pesquisa de Camargos e Barbosa (2006) e nesta pesquisa em questão, vão ao encontro da pesquisa de Santana (2002), Silveira (2002) e Carvalho (2003) e também ao encontro da Hipótese do Mercado Eficiente defendida por Fama (1970), pois estes defendem que quanto maior o nível informacionário maiores também serão os retornos acionários aos acionistas e que o mercado reconhece as informações no que tange o retorno acionário das empresas. Corroborando com Camargos e Barbosa (2006) a presente pesquisa evidenciou que, levando em consideração as informações no mercado acionário, as mesmas não agregaram valor aos retornos acionários as informações, pois no Novo Mercado, o maior nível informacionário da Bovespa, apresentou uma variação negativa de 54,05% se comparado com os outros níveis de Governança Corporativa, portanto pode-se que quanto

mais informações uma empresa disponibiliza menor está sendo seu retorno acionário devidos aos resultados encontrados no Novo Mercado.

## CONCLUSÃO

O objetivo principal desta pesquisa foi verificar se os retornos médios das empresas dos setores de bancos e energia elétrica enquadradas nos níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa são significativamente diferentes entre si e entre as empresas enquadradas no mercado tradicional. Para tanto foi analisados os dados de tais empresas no período de janeiro a dezembro de 2012.

Em relação a estatística descritiva, o coeficiente de variação, que mede a dispersão da amostra, pode-se verificar a há uma maior dispersão dos dados, pois o coeficiente de variação resultou em valores superiores a 1, neste caso há uma possível existência de outliers, pois quanto mais próximo de 1, maior a dispersão dos dados.

No modelo econométrico proposto que relaciona linearmente com dummies dos níveis de mercado da Bovespa e o tempo ou a variável de tendência. Observou-se, através do modelo teste f, que é o teste de modelo global, que este é estatisticamente significativo uma vez que, para o p-valor de todos os níveis foram menores que 0,05%, este foi o nível de erros aceitável ao intervalo de significância definido, pois o p-valor aos níveis, apresentou 0,024%; 0,026%; 0,033% e 0,000% para o Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Mercado Tradicional respectivamente o que representa o significância estatisticamente das variáveis.

A partir dos dados levantados e dos resultados encontrados, pode-se concluir que um maior nível de informações não apresenta necessariamente um maior retorno acionário, pois para o Novo Mercado, o nível de Governança Corporativa do Mercado Bovespa apresentou um retorno acionário inferior.

O resultado encontrado corroborou com a pesquisa de Camargos e Barbosa (2006), o mesmo foi analisado e observado nesta pesquisa, e apresenta-se em contrariedade com Santana (2002), uma vez que o Novo Mercado, o nível de Governança Corporativa que apresenta maior exigência no que tange as informações disponibilizadas aos usuários apresentou destruição de valor nos setores de energia e banco no período de Janeiro a Dezembro de 2012.

Várias pesquisas, como Batistella *et al* (2004); Aguiar, Corrar e Batistella (2004); Pedreira e Santos (2006), Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) e Costa e Camargos (2006) e

Camargos e Barbosa (2006), apresentaram resultados constatando que empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa não obtiveram retornos anormais, o observou-se a não ocorreu a criação de riqueza para os acionistas destas empresas.

Santana (2002) defende a ideia de que a contribuição de informações gera confiança e valores às ações, pois às empresas que aderem a práticas diferenciadas de governança corporativa se enquadrariam em um nível superior de lucratividade. Já Camargos e Barbosa (2006) constaram que a adesão aos níveis de diferenciados de governança corporativa da Bovespa não resultaram em retornos anormais. Ao passo que desta forma pode constatar o que o retorno acionário não está entrelaçado com o nível informacionário das empresas.

Para a pesquisa apresentada, as limitações que tangenciaram a pesquisa foi a limitação apenas em dois setores, os setores de energia e bancos e outra limitação foi o espaço temporal pequeno.

Aconselha-se que para futuras pesquisas utilize-se de uma amostra maior e mais diversificada em relação aos setores e também que outras variáveis sejam testadas dentro de uma amplitude de tempo maior.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. **Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas**. Revista de Administração, v. 39, n. 4, p. 338-347, out./dez. 2004.

BATISTELLA, Flávio Donizete; CORRAR, Luiz João; BERGMANN, Daniel Reed e AGUIAR, Andson Braga. **Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Eventos**.

BOVESPA. Introdução ao Mercado de Capitais (2010). <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>.

BOVESPA. Nível 1 Governança Corporativa (2010). [http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Folder\\_Nivel1.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Folder_Nivel1.pdf).

BOVESPA. Nível 2 Governança Corporativa (2010). [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder\\_Nivel2.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder_Nivel2.pdf)

BOVESPA. Novo Mercado Governança Corporativa. [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Folder_NovoMercado.pdf)

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Evidência empírica do impacto da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa**. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINS, Vinícius Aversari. **Hipótese de mercado Eficiente e Modelos de Precificação de Ativos Financeiros**. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alessandro Broedel (Coords.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

CARVALHO, A. G. de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. Trabalho preparado para a Bovespa**. São Paulo, 2003.

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

FAMA, Eugene. **Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work**. Journal of Finance, v. 25, art. 2, dez. 1969.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. São Paulo. Makron Books, 2000.

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

LA PORTA et al. Investor Protection and Corporate Valuation. NBER: Estados Unidos, 1999, Working Paper nº 7403.

MACEDO, Fabricio de Queiroz; MELLO, Gilmar Ribeiro; FILHO, Francisco Tavares. **Adesão ao nível 1 de governança corporativa da Bovespa e a Percepção de risco e retorno das ações pelo mercado.** 2006.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Governança Corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa.**

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações.** 3.ed. São Paulo: Atlas, 2002. MACEDO, Fabricio de Queiroz; DE MELLO, Gilmar Ribeiro; FILHO, Francisco Tavares. Adesão ao nível 1 de governança corporativa da bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado.

ROSS, Stephen A.; WESTERFILD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 1995.

SANTANA, M. H. **O novo mercado e a governança corporativa.** Revista da CVM, nº 34, janeiro de 2002, p.4-8.

SANTANA, M. H. **O Novo mercado e governança corporativa.** Revista CVM, São Paulo, p. 04-08, Dezembro. 2001.

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

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** São paulo, 2002. 152 f. Dissertação (mestrado em administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** São Paulo, 2002. 152 f. Dissertação (mestrado em administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SROUR, Gabriel. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras.**

UFSC. Anais do 1º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças, disponível em <http://www.ccn.ufsc.br/congresso/> (2009) no artigo “**Governança Corporativa: Uma análise crítica sobre a aplicabilidade dos níveis diferenciados de governança**”. Acesso em 03.02.2013.

WOOLDRIGE, Jeffrey M. **Introdução a econometria: uma abordagem moderna.** Tradução José Antonio Ferreira. Revisão técnica Galo Carlos Lopez Noriega. São Paulo, Cengage Learning, 2010.

## APÊNDICE

Amostra - Empresas dos Setores de Bancos e assemelhados e Empresas de eletricidade, gás e água listadas na Bovespa			
Empresa	Setor	Nível de Governança Corporativa	
1	Abc Brasil	Bancos e assemelhados	Nível 2
2	AES Elpa	Empresa de eletricidade, gás e água	Mercado Tradicional
3	AES Tiete	Empresa de eletricidade, gás e água	Mercado Tradicional
4	Alfa Financ	Bancos e assemelhados	Mercado Tradicional
5	Alfa Invest	Bancos e assemelhados	Mercado Tradicional
6	Banrisul	Bancos e assemelhados	Nível 1
7	Bicbanco	Bancos e assemelhados	Nível 1
8	Bradesco	Bancos e assemelhados	Nível 1
9	Brasil	Bancos e assemelhados	Novo Mercado
10	Celesc	Empresa de eletricidade, gás e água	Nível 2
11	Cemig	Empresa de eletricidade, gás e água	Nível 1
12	Cesp	Empresa de eletricidade, gás e água	Nível 1
13	Coelce	Empresa de eletricidade, gás e água	Mercado Tradicional
14	Comgás	Empresa de eletricidade, gás e água	Mercado Tradicional
15	Copasa	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
16	Copel	Empresa de eletricidade, gás e água	Nível 1
17	CPFL Energia	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
18	Daycoval	Bancos e assemelhados	Nível 1
19	Eletrobras	Empresa de eletricidade, gás e água	Mercado Tradicional
20	Eletropaulo	Empresa de eletricidade, gás e água	Nível 2
21	Energias BR	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
22	Equatorial	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
23	Indusval	Bancos e assemelhados	Nível 2
24	ItauUnibanco	Bancos e assemelhados	Nível 1
25	Light S/A	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
26	MPX Energia	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
27	Panamericano	Bancos e assemelhados	Nível 1
28	Parana	Bancos e assemelhados	Nível 1
29	Pine	Bancos e assemelhados	Nível 2
30	Renova	Empresa de eletricidade, gás e água	Nível 2
31	Sabesp	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
32	Sanepar	Empresa de eletricidade, gás e água	Mercado Tradicional
33	Santander	Bancos e assemelhados	Nível 2
34	Sofisa	Bancos e assemelhados	Nível 2
35	Tractebel	Empresa de eletricidade, gás e água	Novo Mercado
36	Tran Paulist	Empresa de eletricidade, gás e água	Nível 1