

Universidade Presbiteriana Mackenzie
Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

**A INFLUÊNCIA DE SELOS DE PRÁTICAS DIFERENCIADAS
DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A REAÇÃO DO
MERCADO AOS ANÚNCIOS DE INVESTIMENTOS
ESTRATÉGICOS DAS EMPRESAS: UM ESTUDO DE
EVENTO**

Bruno Esteter

São Paulo

2011

BRUNO ESTETER

**A INFLUÊNCIA DE SELOS DE PRÁTICAS DIFERENCIADAS
DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A REAÇÃO DO
MERCADO AOS ANÚNCIOS DE INVESTIMENTOS
ESTRATÉGICOS DAS EMPRESAS: UM ESTUDO DE
EVENTO**

**Dissertação apresentada ao Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da
Universidade Presbiteriana Mackenzie, como
requisito parcial para a obtenção do título de
Mestre em Administração de Empresas.**

Orientador: Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

São Paulo

2011

E79 Esteter, Bruno

A influência de selos de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a reação do mercado aos anúncios de investimentos estratégicos das empresas: um estudo de evento / Bruno Esteter – 2012.

99 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2012.

Orientação: Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
Bibliografia: f. 88-99

1 Governança corporativa 2. Teoria da Sinalização
3. Investimento estratégico 4. Estudo de evento I. Título.

CDD 658.4012

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Professor Dr. Benedito Guimarães Aguiar Neto

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação
Professor Dr. Moisés Ari Zilber

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas
Professor Dr. Sérgio Lex

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração de
Empresas
Professora Dra. Darcy Mitiko Mori Hanashiro

BRUNO ESTETER

**A INFLUÊNCIA DE SELOS DE PRÁTICAS DIFERENCIADAS
DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A REAÇÃO DO
MERCADO AOS ANÚNCIOS DE INVESTIMENTOS
ESTRATÉGICOS DAS EMPRESAS: UM ESTUDO DE
EVENTO**

**Dissertação apresentada ao Programa de Pós-
graduação em Administração de Empresas da
Universidade Presbiteriana Mackenzie para a
obtenção do título de Mestre em
Administração de Empresas**

Aprovado em ___/___/___

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso
Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira
Universidade de São Paulo

Aos meus pais, Marta e Carlos, por sempre me apoiarem em todos os momentos da vida.

À Tatiane, por estar ao meu lado para tudo.
“Juntos, somos fortes!”

AGRADECIMENTOS

Em especial, agradeço minha mãe, Marta, pelo exemplo de mulher, pela dedicação aos filhos e à família, meu exemplo de caráter. Você é a melhor mãe do mundo e todas as minhas conquistas serão sempre dedicadas a você, pois se existe alguém no mundo que sempre acreditou em mim, esse alguém é você.

Ao meu pai, Carlos, por todo trabalho e esforço para permitir que eu e meu irmão pudéssemos estudar em boas escolas e alcançássemos nossos objetivos de vida e por todos os ensinamentos.

Ao meu irmão Felipe, pela sua amizade, companheirismo.

Ao amor de minha vida, Tatiane, por sempre me apoiar em minhas decisões, por me afagar nas tristezas, por comemorar comigo as conquistas, por me amar. Juntos, somos fortes!

Aos amigos Anthony e Molinari, por ajudarem na coleta de dados para a pesquisa e pela cumplicidade habitual. Ao Elton, Luciano e Ricardo por me incentivarem nos momentos mais difíceis e pela parceria de longa data.

Aos amigos da Caixa Econômica Federal que sempre me apoiaram e me auxiliaram para que fosse possível a conclusão desta etapa. Em especial, agradeço ao Rafael por ter otimizado as planilhas necessárias para os cálculos; Cíntia, Andrea, Anderson e Claudio por terem permitido que eu alternasse meus horários em função das necessidades do mestrado.

Ao Emerson, por discutir comigo os aspectos teóricos e metodológicos deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, por toda paciência e presteza para que este projeto se tornasse realidade, muito obrigado pelos ensinamentos, pelas conversas, pela compreensão e pela orientação nos momentos mais difíceis e delicados.

Aos Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso e Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira pelos comentários e sugestões na banca de qualificação.

Ao Luis Elesbão de Oliveira Neto, por ter cedido a base de dados utilizada em sua tese e com isso, otimizasse o tempo de coleta de dados.

Agradeço todas aquelas pessoas que de alguma forma contribuíram para a transposição de mais esta etapa, direta ou indiretamente.

“Ele não sabia que era impossível, foi lá e fez”

Jean Cocteau

RESUMO

O século XXI deverá ser reconhecido como sendo a era da governança corporativa (CARLSSON, 2001). Com o intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a discussão em torno do assunto se mantém relevante e atual. Este trabalho teve como objetivo investigar a influência, na percepção dos investidores, de práticas diferenciadas de governança corporativa nos retornos anormais quando as empresas com capital aberto emitem anúncios de investimentos estratégicos à luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), considerando a listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA (Nível 2 e Novo Mercado) e a emissão de ADR's nível 2 e 3 como *proxy* para tal. Investimento estratégico é toda e qualquer utilização de recursos empregados que resulta em oportunidade de crescimento para a empresa (KESTER, 1984). Neste trabalho, anúncios de fusões e aquisições (FA), *joint venture* (JV), investimentos em expansão ou construção de novas plantas fabris, investimentos em P&D foram considerados como anúncios de investimentos estratégicos. Por meio da metodologia de estudo de evento, foram investigados 569 anúncios de investimentos de 127 empresas de capital aberto distintas, durante o período de janeiro de 2005 até dezembro de 2010. O período do evento considerado compreende o intervalo de -5 até 10 dias após a divulgação do evento ao mercado. Visando identificar o comportamento do mercado durante diversos momentos, foram utilizadas diversas janelas de evento: de -5 até 10 dias após o evento, de -5 até a data do evento, da data do evento até +5 e +10, de -1 até +1 e apenas para a data do evento. Foram realizados testes desconsiderando os anúncios emitidos pela PETROBRAS e VALE, excluindo os anúncios emitidos por empresas do setor financeiro, com variáveis de controle, por tipo de anúncio e empresas com mais de 1 anúncio no período investigado. Os resultados obtidos sugerem não haver influência da listagem em níveis diferenciados de governança corporativa ou da emissão de ADR's nos retornos obtidos pelas empresas durante as diversas janelas investigadas, sugerindo pouca influência destas práticas diferenciadas de governança na percepção do mercado quando estas empresas emitem anúncios de investimentos estratégicos para o mercado.

Palavras-chave: governança corporativa, Teoria da Sinalização, investimento estratégico, estudo de evento.

ABSTRACT

The twenty-first century should be recognized as the age of corporate governance (CARLSSON, 2001). In order to develop the Brazilian capital market, the discussion around the issue remains relevant and current. This research aimed to investigate the influence on investors perception of corporate governance practices in abnormal returns when firms issue publicly traded strategic investment announcements based on Signaling Theory (SPENCE, 1973), considering the listing in different segments of BOVESPA (Nível 2 and Novo Mercado) and the issuance of ADR's level 2 and 3 as a proxy for it. Strategic investment is any use of the resources employed which results in growth opportunity for the company (KESTER, 1984). In this research, announcements of mergers and acquisitions (FA), joint venture (JV), investments in expanding or building new manufacturing plants, R & D investments were considered as announcements of strategic investments. Through the methodology of event study, were investigated 569 investment announcements of 127 different companies during the period january 2005 through december 2010. The period of the event concerned includes the range of -5 to 10 days after the announcement of the event to the market. To identify the market's behavior during various times, several windows were used event: -5 to 10 days after the event, from -5 to date of the event, the event date to +5 and +10, of -1 to +1 and only to the event date. Tests were carried out disregarding the advertisements issued by PETROBRAS and VALE, excluding announcement issued by financial firms, with control variables, by type of announcement and companies with more than one announcement in the period investigated. The results suggest no influence by joining different levels of corporate governance or the issuance of ADR's in the returns obtained by companies during the various windows investigated, suggesting little influence these governance practices in view of the market when these companies issue announcements of investments market strategy.

Keywords: corporate governance, signaling theory, strategic investment, event study.

SUMÁRIO

1	PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.1	Apresentação	15
1.2	Formulação do problema de pesquisa	17
1.3	Objetivos da pesquisa.....	18
1.4	Justificativa e contribuição do estudo	19
1.5	Hipóteses de pesquisa.....	22
1.6	Limitações da pesquisa.....	23
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	24
2.1	Governança Corporativa	24
2.1.1	Listagem de Empresas com Governança Corporativa Diferenciada.....	28
2.1.1.1	Listagem de Empresas com Governança Corporativa Diferenciada no Brasil.....	28
2.1.1.1.1	Listagem diferenciada BM&FBOVESPA – Nível 1	31
2.1.1.1.2	Listagem diferenciada BM&FBOVESPA – Nível 2	33
2.1.1.1.3	Listagem diferenciada BM&FBOVESPA – Novo Mercado.....	36
2.1.2	<i>American Depositary Receipts (ADR)</i>	39
2.1.2.1	144A	40
2.1.2.2	Nível 1	40
2.1.2.3	Nível 2	41
2.1.2.4	Nível 3	41
2.1.3	Evidências Empíricas Quanto às Práticas diferenciadas de Governança Corporativa	41
2.2	Decisões de investimento nas empresas.....	42
2.2.1	Investimentos Estratégicos	45
2.2.1.1	Investimentos de Capital	46
2.2.1.2	Investimentos em P&D	46
2.2.1.3	Investimentos em Fusões e Aquisições.....	46
2.2.1.4	Investimentos em <i>Joint Ventures</i>	47
2.2.2	Evidências Empíricas Quanto à Relevância dos Anúncios de Investimentos ...	47
3	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	51
3.1	Método de pesquisa.....	51
3.2	Estudo de evento	53
3.3	Procedimentos Metodológicos	54
3.3.1	Definição do evento.....	55
3.3.2	Critérios de Seleção da Amostra	56
3.3.3	Cálculo dos Retornos Normais e Anormais	56
3.3.3.1	Modelos Principais – Variáveis Binárias para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (GC) e Emissoras de ADR's nível 2 ou 3(ADR).....	59
3.3.4	Procedimentos de Estimação	62
3.3.5	Procedimentos de Testes	62
3.3.6	Resultados Empíricos	63
3.3.7	Interpretação e Conclusões.....	63
3.4	Variáveis de Controle.....	63
3.4.1	Tamanho da Empresa (<i>AtivoTotal</i>).....	64
3.4.2	Valor do Investimento (<i>ValorInvest</i>).....	64
3.4.3	Lucro Operacional sobre o Ativo Total (<i>EBIT</i>).....	65
3.4.4	Dívida sobre o Patrimônio Líquido (<i>Divida_PL</i>).....	65
3.4.5	Ano	65

3.4.6	Variáveis binárias para Setor de Atividade	66
3.4.7	Variáveis Binárias para Fusões e Aquisições e <i>Joint Venture</i> (FA e JV).....	68
4	APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA.....	69
4.1	Resultados para os Modelos 1, 2 e 3 – <i>GC</i> e <i>ADR</i>	69
4.1.1	Resultados para os Modelos 1, 2 e 3 – Sem PETROBRAS e VALE.....	76
4.1.2	Resultados para os Modelos 1, 2 e 3 – Sem Setor – Financeiro.....	78
4.2	Testes de Robustez	79
4.2.1	Variáveis de Controle	79
4.2.2	Tipo de Anúncio	85
4.2.3	Efeito Fixo da Empresa	86
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	88
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	90

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais exigências para adesão ao Nível 1 da BM&FBOVESPA.....	18
Quadro 2 – Principais exigências para adesão ao Nível 2 da BM&FBOVESPA.....	21
Quadro 3 – Principais exigências para adesão ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA.....	24
Quadro 4 – Setor de atividade econômica (BM&FBOVESPA Jul/2011).....	53
Quadro 5 – Resumo das Variáveis de Controle.....	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quantidade de empresas listadas nos Níveis diferenciados da BM&FBOVESPA.	17
Tabela 2 – Quantidade de eventos por ano.....	55
Tabela 3 – Quantidade de eventos anunciados para as empresas listadas nos segmentos diferenciados.....	56
Tabela 4 – Quantidade de eventos anunciados para as empresas emissoras de ADR's.....	56
Tabela 5 – Quantidade de eventos anunciados para as empresas listadas nos segmentos diferenciados e emissoras de ADR's.....	55
Tabela 6 – CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3.....	58
Tabela 7 – CAR para empresas listadas nos segmentos tradicionais e não emissoras de ADR.....	59
Tabela 8 – Teste de média para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e segmentos tradicionais.....	59
Tabela 9 – Teste de média para empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3 e segmentos tradicionais.....	60
Tabela 10 – Teste de média para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e emissoras de ADR's nível 2 ou 3.....	61
Tabela 11 – CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Sem PETRO e VALE.....	62
Tabela 12 – CAR para empresas PETROBRAS e VALE.....	63
Tabela 13 – CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Sem Setor 5 – Financeiro.....	64
Tabela 14 – CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Variáveis de Controle - Parte 1.....	66
Tabela 15 – CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Variáveis de Controle - Parte 2.....	67

1 PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Apresentação

Carlsson (2001) sugere que o século XIX deva ser reconhecido como a era dos empreendedores, o século XX como a era do gerenciamento e por fim, de modo profético, sugere que o século XXI será tido como a era da governança corporativa a qual conduzirá a forma com que o poder será exercido nas empresas.

Segundo Silveira (2004), a governança corporativa pode ser vista como um conjunto de mecanismos que visam aumentar a probabilidade de os investidores garantirem o retorno de seus investimentos, por meio de mecanismos de incentivos e controles, internos e externos, com o intuito de minimizar os conflitos de interesses oriundos da separação entre propriedade e controle advinda do desenvolvimento dos mercados de capitais. Alguns dos principais mecanismos de governança corporativa são: conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, política de remuneração, estrutura de capital, competição no mercado de produtos, competição no mercado de mão de obra dos gestores, a existência de um mercado de aquisições hostis e a publicação de relatórios regulares pelas companhias (SILVEIRA, 2004, p. 13).

Com o objetivo de catalisar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e inibir a emissão de ADR's devido à morosidade na abertura de capital das empresas brasileiras, em 11/12/2000, a BM&FBOVESPA criou segmentos de listagem diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) para as empresas que se dispusessem a cumprir exigências adicionais àquelas estabelecidas por lei, haja visto que a adesão aos níveis diferenciados evidencia os esforços da empresa em melhorar a relação com os investidores e com isso busca elevar o potencial de valorização de suas ações (DALMACIO, 2009).

À luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), as empresas listadas nestes segmentos diferenciados visam emitir sinais para o mercado de que possuem mecanismos de governança voltados para a diminuição do conflito de interesse, podendo culminar na redução da possibilidade de expropriação de riqueza do investidor quando emitidos anúncios públicos sobre investimento ou desinvestimento futuros. A adesão aos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA pode ser considerada um sinal que funciona como mecanismo de

discriminação em um contexto de assimetria informacional capaz de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos (DALMACIO, LOPES E REZENDE, 2010).

Em um ambiente de incertezas, caracterizado pelo fato de os investidores não terem certeza da capacidade produtiva da empresa antes do momento de seu investimento, o investidor não pode observar o produto marginal de seu investimento, tendendo a observar um conjunto de características e os atributos da empresa, como: resultados financeiros, econômicos e operacionais passados, informações sobre liquidez, rentabilidade, endividamento e valor de mercado, tamanho, ramo de atividade, produtos, números de filiais e de empregados, setor de atuação, *market share*, práticas diferenciadas de governança corporativa, entre outros.

A fim de atender às exigências para adoção aos níveis diferenciados de governança, as empresas investem recursos para aprimorarem o nível de *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle e ainda, direito dos acionistas. Com isto, o fato de estar listada nos segmentos diferenciados, pode representar um sinal positivo da empresa emitido e comunicado ao mercado, podendo influenciar diretamente na tomada de decisão do investidor (DALMACIO, 2009, p. 26).

Lucchesi e Famá (2007, p. 251) sugerem ser razoável o mercado reagir positivamente aos anúncios de aumento nos investimentos em projetos com retorno esperado superior ao exigido pelo mercado, ao passo que para os anúncios de redução nos investimentos é razoável que o mercado reaja negativamente. Isto acontece caso seja considerado que os gestores tomarão as decisões pautadas nos interesses dos acionistas, visando à maximização de sua riqueza. Neste contexto, assim como no trabalho de Lucchesi e Famá (2007), a fim de averiguar a reação do mercado aos anúncios de investimentos estratégicos emitidos pela empresa, este trabalho considerará a hipótese de eficiência informacional do mercado em sua forma semiforte (FAMA, 1991), uma vez que se espera que o mercado reaja imediatamente ao anúncio emitido pela empresa.

Ainda baseado no trabalho de Lucchesi e Famá (1997, p. 261), este trabalho considerará o pressuposto estabelecido por Modigliani e Miller (1961) de que os acionistas fazem escolhas racionais e que nenhum participante do mercado exerce isoladamente impacto significativo nos preços das ações, todos os participantes do mercado possuem acesso às mesmas informações, não havendo impostos e custos de transação.

Isto posto, é razoável considerar, em um ambiente de assimetria informacional, o fato de as empresas aderirem aos níveis diferenciados de listagem da BM&FBOVESPA ou de emitirem ADR's como uma tentativa de evidenciar os mecanismos de governança aplicados na empresa e com isso atrair a atenção dos investidores, uma vez que se sugere que tais certificações estão atreladas a uma melhor governança efetivamente praticada na empresa e, portanto, os anúncios destas empresas tendem a ser mais bem recebidos pelos investidores.

1.2 Formulação do problema de pesquisa

Baseado na Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), a qual sugere ser razoável interpretar o fato de as empresas brasileiras aderirem aos segmentos de listagens diferenciados da BM&FBOVESPA e/ou o fato de emitirem ADR's no mercado de capitais americano como uma tentativa de evidenciar os mecanismos de governança corporativa praticados nestas empresas, este trabalho visa analisar o impacto dos anúncios de investimentos estratégicos no preço de suas ações quando realizados por empresas listadas nos segmentos diferenciados ou emissoras de ADR's.

Para aderirem aos níveis diferenciados de governança ou emitirem ADR's, as empresas investem recursos a fim de atender todas as exigências legais e ainda as exigências peculiares de cada nível de listagem diferenciada ou de emissão de ADR's. Portanto, o fato de atenderem a estes requisitos mais exigentes pode sugerir que as decisões na empresa, de um modo geral, serão tomadas na tentativa de maximização da riqueza do investidor, considerando que os mecanismos de governança, de alguma forma inibam a expropriação de riqueza dos investidores.

Desta forma, os anúncios de investimentos estratégicos anunciados por estas empresas tendem a ser mais bem avaliados pelo mercado e com isso resulte em um retorno acumulado maior durante a janela do evento em comparação com as demais empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Neste cenário, este trabalho visa responder à seguinte questão:

- a) Os anúncios de investimentos estratégicos de empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado e/ou emissora de ADR's nível 2 ou 3 são, estatisticamente, melhor avaliados

pelos investidores em comparação com as empresas listadas nos demais segmentos da BM&FBOVESPA?

1.3 Objetivos da pesquisa

O objetivo principal deste trabalho é investigar o comportamento do mercado aos anúncios de investimentos estratégicos das empresas listadas na BM&FBOVESPA, segmentando a amostra pelo fato de a empresa estar listada, na data dos eventos, nos segmentos de listagem diferenciados da BM&FBOVESPA ou ser emissora de ADR's, comparando estas empresas com as demais empresas listadas na BM&FBOVESPA e que também emitiram ao menos um anúncio no período investigado.

Os objetivos específicos são listados a seguir:

- a) Investigar se os anúncios de investimento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, para este trabalho Nível 2 e Novo Mercado e/ou a programa de ADR nível 2 ou 3, apresentam Retornos Anormais Médios Acumulados (CAR) significativamente diferentes daqueles observados para empresas que não possuem estes sinalizadores de boas práticas de governança corporativa, ou seja, em comparação com empresas do segmento tradicional de listagem da BM&FBOVESPA ou do Nível 1 e que não possuem programa de ADR Nível 2 ou Nível 3 entre 2005 e 2010;

- b) Gerar evidências acerca da percepção por parte do mercado quanto ao nível de governança a que as empresas estão submetidas.

Este trabalho não tem como objetivo analisar a forma com que a governança é aplicada na empresa, nem tampouco sua qualidade, mas sim, visa investigar o impacto de um selo que, à luz da Teoria da Sinalização proposta por Spence (1973), visa tornar público a preocupação da empresa com os interesses do investidor no momento em que estas empresas anunciam para o mercado que serão investidos recursos com alguma finalidade estratégica e não apenas para manutenção da produção atual.

1.4 Justificativa e contribuição do estudo

Visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e a melhoria contínua nos mecanismos de governança aplicados nas empresas com capital aberto, a BM&FBOVESPA incentiva a adoção de boas práticas de divulgação de informações e de proteção aos acionistas, principalmente para os minoritários, permitindo àqueles que cumprem as exigências receberem um selo para listagem da empresa em segmentos diferenciados, podendo este ser considerado uma certificação de boas práticas de governança.

Nestes segmentos, adicionalmente ao exigido por lei, as empresas se comprometem com a melhoria da qualidade dos demonstrativos financeiros com informações adicionais, devendo ainda disponibilizar um calendário anual com os eventos corporativos, divulgar as negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da empresa por parte dos acionistas controladores, bem como os acordos de acionistas e programas de opções de ações praticados pela empresa.

De maneira análoga, as empresas emissoras de ADR's devem atender as exigências estabelecidas pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), bem como as estabelecidas por lei. Segundo Doidge, Stulz e Karolyi (2004) e Coffee (1999), empresas de países com pouca proteção institucional e com um mercado de capital pouco desenvolvido emitem ADR's para se beneficiarem do fato de as exigências legais americanas serem mais rígidas e abrangentes. A dupla listagem acontece com o intuito de sinalizar para o mercado o interesse da empresa em aprimorar seus mecanismos de governança corporativa que visam reduzir os efeitos dos conflitos de agência por terem de seguir normas mais rígidas estabelecidas pela SEC. As regras estabelecidas pela SEC contemplam maior transparência, equidade no tratamento aos acionistas, entre outros, podendo reduzir a possibilidade de haver expropriação de riqueza do acionista.

A Teoria da Sinalização constitui-se em um aparato conceitual onde o poder de sinalização dos indivíduos é utilizado em um contexto de assimetria informacional com o intuito de emitir sinais críveis de algumas características que podem ser tidas como potencial diferencial competitivo e que possa resultar em algum retorno positivo para as partes interessadas (SPENCE, 1973).

Por meio de atributos pessoais passíveis de aprimoramento contínuo, como a educação, Spence (1973) analisa o comportamento do mercado de trabalho quanto ao fato de os trabalhadores utilizarem a sinalização para evidenciar publicamente, por meio de sinais críveis, características peculiares e ocultas até então para o empregador, podendo sinalizar maior produtividade e conseqüentemente resultar em maiores salários. Conforme elencado por Dalmacio (2009, p.23), existem ainda outras aplicações para a Teoria da Sinalização, ver: finanças (ROSS, 1977; LELAND e PYLE, 1977; BHATTACHARYA, 1979; MYERS e MAIJLUF, 1984; MILLER e ROCK, 1985; JOHN e WILLIAMS, 1985; HARRIS e RAVIV, 1991; KLEIN, O'BRIEN e PETERS, 2002); marketing (KIRMANI e RAO, 2000); auditoria (BAR-YOSEF e LIVNAT, 1984); comércio internacional (BRAINARD e MARTIMORT, 1996; COOLIE e HVIID, 1999; SHY, 2000); direito (FARBER, 2002); terrorismo (LAPAN e SANDLER, 1993); caridade (GLAZER e KONRAD, 1996); casamento (BISHOP, 1984; TREBILCOCK, 1999; ROWTHORN, 2002).

À luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), as empresas aderem aos níveis diferenciados de listagem na tentativa de evidenciar para o mercado que possuem mecanismos de governança mais avançados, ou seja, busca evidenciar que a possibilidade de expropriação de riquezas do acionista é dirimida em comparação com as empresas listadas nos demais segmentos da BM&FBOVESPA e que não são emissoras de ADR's.

Dalmacio, Lopes e Rezende (2010, p.3) adaptaram uma frase do trabalho de Akerlof (1970) para o contexto da adesão aos níveis diferenciados de governança: “Ao adotar práticas diferenciadas de governança corporativa, as empresas podem se distinguir umas das outras, no mercado de capitais e possibilitar que os investimentos aconteçam”.

Na frase original, Akerlof (1970) delimita o mercado de carros usados como sendo de dois tipos, os bons e os ruins, culminando na seleção adversa, uma vez que os compradores não possuem as mesmas informações dos vendedores, podendo resultar em uma escolha que não a de melhor valor por parte do comprador.

Portanto, visando diminuir os efeitos da seleção adversa as empresas emitem um sinal crível para o mercado que se dá pela assinatura de um contrato com exigências adicionais às legais propostas pela BM&FBOVESPA ou pela SEC nos casos de empresas emissoras de ADR's. Para tal, as empresas despendem quantia considerável de recursos a fim de atenderem às exigências e sinalizarem para o mercado o interesse da empresa em aprimorar seus

mecanismos de governança para que a possibilidade de expropriação de riqueza do investidor seja menor em comparação com as empresas listadas em segmentos inferiores de governança ou que não são emissoras de ADR's.

Neste contexto, é admissível supor que os anúncios de investimentos destas empresas devam ser mais bem recebidos pelo mercado em comparação aos demais segmentos de listagem. Os conceitos sobre governança corporativa e os seus mecanismos de controle indicam que quanto melhor o nível de governança da empresa, melhor será para o acionista, uma vez que as decisões serão tomadas levando em consideração os seus interesses, objetivando a maximização da riqueza dos mesmos (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA e JENSEN, 1983; LA PORTA *et al.*; 1998). Estes anúncios tendem a ser mais bem avaliados pelos investidores, pois estes devem ponderar o fato de a empresa estar listada em segmentos de listagem diferenciados ou ser emissora de ADR's como proteção aos seus interesses, mitigando assim o risco de expropriação de sua riqueza.

A fim de verificar o impacto dos anúncios de investimentos estratégicos nos preços das ações durante o período analisado compreendido entre 2005 e 2010, a classificação de investimentos estratégicos estabelecida para esse trabalho segue a adotada por Oliveira Neto (2011), considerando investimentos em expansão ou construção de novas plantas fabris, P&D, *joint venture*, fusões e aquisições como tais.

Desta forma, busca-se com os resultados obtidos analisar o comportamento do mercado aos anúncios de investimentos estratégicos considerando o fato de a empresa possuir um selo, oriundo da assinatura de um contrato de adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa com a BM&FBOVESPA adicionais às exigências legais, que externaliza para o mercado um comprometimento com os interesses dos acionistas. De maneira análoga, a emissão de ADR's externaliza para o mercado que a empresa emissora, obrigatoriamente, cumpriu as exigências da SEC, mais rígidas e abrangentes do que as do mercado brasileiro.

Até o presente momento não foram encontrados trabalhos que consideram o fato de as empresas estarem listadas em segmentos diferenciados de governança corporativa ou serem emissoras de ADR's como *proxy* para aplicação de boa governança nas empresas e investigue o comportamento do mercado aos anúncios de investimentos estratégicos, segregando a amostra em empresas com selos diferenciados de boa governança e demais empresas.

Os resultados obtidos se tornam relevantes à medida que sinalizam uma possível reação estatisticamente significativa de que o mercado não considera o fato de a empresa estar listada nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA ou de ser emissora de ADR's como uma sinalização positiva de boas práticas de governança. Desta forma, investidores não ponderam positivamente os anúncios de investimentos emitidos por estas empresas em comparação com as empresas listadas nos segmentos tradicionais.

Desta forma, os resultados deste trabalho podem contribuir para o desenvolvimento do assunto e ainda para a continuidade da discussão, aprimorando os conceitos inerentes e observados empiricamente.

1.5 Hipóteses de pesquisa

À luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), é razoável considerar o fato de a empresa estar listada no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA e/ou o fato de ela ser emissora de ADR's Nível 2 ou 3 e cumprir todas as exigências requeridas pela SEC como *proxy* de sinalização ao mercado de boas práticas de governança, uma vez que os mecanismos adotados visam dirimir os problemas de agência na tentativa de atrair investidores, reduzindo a possibilidade de expropriação de riqueza do investidor.

Neste contexto, a hipótese de pesquisa é apresentada abaixo:

H₁: O fato de a empresa aderir aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (Nível 2 ou Novo Mercado) e/ou programa ADR's nível 2 ou 3 não resulta em um CAR superior quando estas empresas emitem anúncios de investimentos estratégicos em comparação com as demais empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Desta forma, ao considerar a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e/ou a emissão de ADR's como *proxy* para a sinalização ao mercado de uma preocupação da empresa com a qualidade da governança corporativa, este trabalho investiga se o investidor considera as certificações de boas práticas de governança estabelecidas pela BM&FBOVESPA ou pela SEC quando estas emitem anúncios de investimentos estratégicos.

1.6 Limitações da pesquisa

A presente pesquisa apresenta algumas limitações que serão descritas a seguir.

O fato de considerar a listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA (Novo Mercado e Nível 2) e também o de ser emissora de ADR's (nível 2 ou 3) como sinalização de boas práticas de governança corporativa, não pode ser considerado como uma *proxy* perfeita quanto à mensuração da qualidade de governança nas empresas, uma vez que os atuais níveis de listagem são bastante contestados e não explicitam a real situação da empresa como um todo, podendo haver situações encobertas por estes contratos, onde os agentes não tomam decisões levando em consideração o interesse dos acionistas.

A amostra selecionada pode ser considerada como outra limitação deste trabalho, pois foi selecionada com base em critérios estabelecidos a fim de verificar a reação do mercado aos anúncios das empresas que, obrigatoriamente, emitiram anúncios de investimentos no período investigado, podendo haver outros fatos relevantes que de alguma forma afetaram o preço das ações durante a janela do evento.

As limitações acima devem ser consideradas quando da análise dos resultados, uma vez que podem impactar diretamente nos resultados apresentados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança Corporativa

Em meados dos anos 90, investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimentos e companhias de seguro) concentrados principalmente nos Estados Unidos, onde em função de escândalos de abuso de poder e expropriação de riquezas por parte dos executivos, despertaram para a necessidade de novas regras que fossem capazes de dirimir os abusos das diretorias executivas das empresas, da inércia dos conselhos de administração e ainda das omissões das auditorias externas, passando a discutir mecanismos e normas que propiciassem ao mercado maior regulamentação e controle.

A determinante que pode ser tida como responsável pelo aprimoramento da governança corporativa é o desenvolvimento dos mercados de capitais que permitiu às empresas financiarem seus investimentos, culminando na pulverização do controle acionário, o que inviabiliza que todos os acionistas da empresa participem da tomada de decisão.

Em função da separação entre a propriedade e gestão empresarial, os acionistas (proprietário) delegam para um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC).

A Teoria de Agência consiste no estabelecimento de um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) engajam a outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisões pelo agente (JENSEN e MECKLING, 1976, p.308).

É razoável acreditar que possa haver um descasamento entre a tomada de decisão por parte do agente e os interesses do principal, uma vez que ambos agem visando à maximização de sua própria utilidade pessoal. Em suma, o problema de agência pode ser entendido como sendo o conflito de interesses oriundo da separação entre propriedade e controle, onde o principal encontra dificuldades para garantir que os agentes invistam em projetos atrativos (SILVEIRA, 2004).

Outro problema oriundo do desenvolvimento do mercado de capitais é o conflito entre os acionistas controladores e os minoritários, uma vez que os acionistas controladores podem ter suas ações adquiridas com um adicional em casos de fusão ou aquisição em comparação com o preço aplicado aos minoritários. Isso se deve ao fato de haver deficiências no regulamento dos mercados.

A fim de limitar estas possíveis divergências entre principal e agente, surgem os custos de agências, que são representados pelos gastos do principal com o monitoramento das atividades dos agentes. Jensen e Meckling (1976) atestam que os custos de agência são compostos pela soma dos seguintes dispêndios:

- custos de criação e estruturação de contratos entre as partes;
- gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- gastos oriundos das apresentações efetuadas pelo agente com o intuito de mostrar que seus atos vão ao encontro dos interesses do principal;
- perdas residuais oriundas da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), por meio do estudo de evento é possível mensurar o impacto de uma decisão gerencial recém divulgada para ao mercado, sendo considerada em favor dos acionistas nos casos onde acontece o aumento no preço das ações ou a favor dos gestores quando os preços das ações caem. Silveira (2004, p. 32) aponta os principais meios pelos quais os gestores expropriam a riqueza do acionista, são eles:

- crescimento excessivo;
- diversificação excessiva;
- fixação de gastos pessoais excessivos (salários, benefícios corporativos, etc.);
- *tunneling* – transferência de recursos (venda de ativos, de produtos ou títulos) abaixo do preço de mercado para outras empresas, nas quais são os controladores;
- empreendimento de recursos em projetos devido ao seu gosto pessoal e não baseado em estudos de viabilidade;
- designação de familiares desqualificados para posições gerenciais;
- roubo dos lucros;
- resistência à liquidação ou fusão vantajosa para os acionistas.

Basicamente, as inúmeras definições encontradas para governança corporativa são semelhantes e concentram-se na explicação de que existem mecanismos internos e externos que visam harmonizar os problemas de agência. Segundo Carvalho (2002, p.20), as definições apresentadas dependem do problema de agência que será considerado, ou seja, de qual abordagem que será tratada: problemas entre principal e agente ou entre acionistas controladores e minoritários.

Com o intuito de enaltecer e estimular a necessidade de que as empresas adotem práticas de governança corporativa a fim de dirimir os problemas de agência, o IBGC possui um documento elaborado com o título de “Código das Melhores Práticas de governança corporativa”. Neste código contem uma definição para governança corporativa bastante usada na literatura nacional, esta definição é apresentada integralmente a seguir:

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 (IBGC, 2009, p.19).

O código de melhores práticas apresenta os princípios básicos de governança corporativa: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Em seguida, apresenta os seis órgãos do sistema de governança da empresa: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflitos de interesses.

Os mecanismos de controle são divididos em duas categorias: mecanismos internos, instituídos no ambiente interno das empresas e mecanismos externos, instituídos pelo mercado. Estes mecanismos têm como objetivo principal inibir a expropriação de riquezas pelos gestores numa situação de separação de controle e propriedade ou ainda na expropriação de riquezas dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores quando estes exercem poder sobre a tomada de decisão dos gestores, ou seja, devem ser estabelecidos mecanismos de controle *ex-ante* que inibam a expropriação de riquezas e minimizem os custos *ex-post*.

Os segmentos de listagem diferenciados, bem como a emissão de ADR's podem ser considerados como um mecanismo externo que visa auxiliar o investidor a decidir onde alocar os seus recursos.

Mesmo com o avanço da discussão em torno do tema governança corporativa, existem ainda muitas deficiências no mercado, principalmente em se tratando de Brasil. Os selos adquiridos pelas empresas que assinam um contrato com a BM&FBOVESPA pelo fato de cumprirem determinadas exigências, principalmente no que tange a transparência das informações apresentadas pela empresa ao mercado, não garantem ao acionista que aquela empresa não terá problemas de agência.

Em pesquisa conjunta entre KPMG e FIPECAFI com o intuito de estabelecer um panorama das empresas brasileiras listadas nos segmentos de governança corporativa diferenciada da BM&FBOVESPA e das empresas emissoras de ADR's nível 2 e 3, foram encontrados resultados que sugerem que tais empresas se diferenciam positivamente em termos de governança em comparação com as demais. Ao comparar as empresas emissoras de ADR's com as listadas nos segmentos da BM&FBOVESPA, o resultado sugere que as empresas emissoras de ADR's possuem uma aderência maior às melhores práticas de governança, porém não é possível concluir que a sujeição às regras americanas resulta em melhor governança corporativa por dois motivos: são grupos de empresas distintos e pela forma com que foi conduzida a pesquisa.

Este trabalho não tem como objetivo avaliar o modo com que a governança corporativa é aplicada pela empresa, mas sim visa analisar o comportamento do mercado aos anúncios de investimentos estratégicos das empresas, considerando os selos de governança diferenciados emitidos pela BM&FBOVESPA e das empresas emissoras de ADR's, buscando interpretar o comportamento do mercado durante a janela do evento (de -5 até +10, sendo 0 a data do evento).

Isto posto, objetiva-se responder se o fato de determinada empresa possuir um selo de governança corporativa diferenciada ou ser emissora de ADR's é levado em consideração pelo mercado de um modo geral quando estas emitem anúncios de investimentos estratégicos ao mercado, considerando que a empresa possui uma estrutura diferenciada que irá maximizar a sua utilidade no longo prazo.

A seguir serão apresentadas as principais características dos níveis de listagem diferenciados da BM&FBOVESPA, bem como dos níveis de emissão de ADR's.

2.1.1 Listagem de Empresas com Governança Corporativa Diferenciada

As listagens diferenciadas estabelecidas através de contratos entre as empresas e as bolsas de valores de seus países visam atrair empresas que buscam no mercado de capitais uma fonte para financiamento de seus projetos, se comprometendo, voluntariamente, a adotar práticas de governança corporativa adicionais às previstas em lei. Isso ocorre com o intuito de estimular o interesse do investidor e valorizar as ações da empresa.

Os contratos são assinados com o intuito de estabelecer regras que regem as relações entre as empresas assinantes e as bolsas locais, visando maior proteção aos acionistas. Estes são facilmente adequados ao cenário e às necessidades do momento, uma vez que não são necessárias alterações legais que envolvem trâmites burocráticos.

Em estudo que visa entender os motivos pelos quais existem países com o mercado de capitais mais desenvolvidos do que outros, La Porta *et al.* (1997) analisaram quais eram os diferenciais dos países com maior desenvolvimento em seu mercado de capitais. Os resultados obtidos indicam que, quanto maior a proteção para os acionistas maior o mercado de capitais e conseqüentemente o seu desenvolvimento.

Ainda neste mesmo estudo, foi possível constatar que cada mercado possui suas peculiaridades e necessita de regulações próprias, pois em alguns mercados o problema baseia-se no conflito entre acionistas controladores e minoritários, já em outros lugares baseia-se no conflito entre gestores e acionistas (LA PORTA *et al.*, 1997 e 1998).

Diante das necessidades locais de cada mercado, discussões acerca de melhorias nas regulamentações e das obrigações de cada empresa são discutidas entre mercado, órgãos reguladores e empresas visando estabelecer regras que viabilizem o crescimento e o amadurecimento do mercado de capitais.

2.1.1.1 Listagem de Empresas com Governança Corporativa Diferenciada no Brasil

A discussão em torno da reformulação da Lei de Sociedades por Ação e da criação de segmentos de listagens diferenciados no início do século, promovidos e regulados por

instituições privadas, são tidos como o início de uma nova fase do mercado de capitais brasileiro, cujo desenvolvimento tornou-se notório em meados de 2000.

Ribeiro Neto e Famá (2001, p. 32) sugerem que o cenário no início dos anos 2000 era bastante favorável para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, apontando a queda de juros na economia, a melhora da classificação de risco do País, a diminuição da inflação, o grande volume de recursos disponíveis e o crescimento da economia como os principais facilitadores para o desenvolvimento do mercado.

Segundo Carvalho (2002, p. 20), os processos que aqueceram as discussões sobre as melhorias nos padrões de governança corporativa praticados no Brasil foram:

- a falência de algumas companhias abertas;
- o programa de privatização em 1997 que retirou as cláusulas de *tag along* para viabilizar as privatizações e maximizar o valor dos controladores;
- a internacionalização do mercado de capitais brasileiro, culminando no aumento de empresas emissoras de ADR's;
- a abertura do sistema financeiro para multinacionais;
- o aumento da importância dos investidores institucionais estrangeiros no mercado nacional.

Segundo Carvalho (2002), no início do século no Brasil, o grande problema encontrado estava atrelado ao fato de a legislação vigente não garantir aos acionistas minoritários os mesmos direitos obtidos pelos acionistas controladores, culminando na expropriação de riqueza dos acionistas minoritários.

Com o intuito de alavancar o crescimento do mercado de capitais brasileiro por meio da redução da percepção do risco de mercado por parte dos investidores e ainda inibir a migração das empresas brasileiras para o mercado americano por meio da emissão de ADR's, em 11/12/2000 a BM&FBOVESPA anunciou a criação de um segmento de listagem diferenciado, baseado nas premissas do *Neuer Markt* da Alemanha, cuja principal contribuição para o mundo foi evidenciar que uma reforma legislativa é necessária para modificar as regras referentes às empresas que já abriram o seu capital, porém desnecessárias para as novas empresas que pretendem abrir o capital.

Segundo a BM&FBOVESPA, as práticas de governança corporativa diferenciadas são um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores, consideradas importantes para uma boa valorização da ação da empresa no mercado.

Empresas que se sujeitem a proporcionar aos investidores uma quantidade de informações relativamente maiores e mais precisas podem aderir de maneira voluntária às práticas adicionais de governança corporativa, isso significa que a empresa se sujeita a cumprir uma série de normas e diretrizes que visam inibir a expropriação de riqueza através da ampliação dos direitos dos acionistas, sejam eles minoritários ou majoritários e ainda de uma política de divulgação de informações ao mercado mais completa.

Assim como no *Neur Markt*, para uma empresa ter as suas ações listadas no Novo Mercado, ela deve cumprir todas as exigências legais acrescidas de uma série de exigências contidas em um contrato privado assinado junto à BM&FBOVESPA, visando resguardar os interesses dos acionistas minoritários. Na Alemanha, o fato de não ter havido uma reforma na legislação da época, não impactou as empresas que já possuíam capital aberto, o que evitou a oposição política dos acionistas controladores (CARVALHO, 2002).

A principal diferença entre o Novo Mercado da BM&FBOVESPA e o *Neur Markt* da *Deutsche Borse* está no fato de que o segmento de listagem diferenciado alemão foi criado com o objetivo de atrair empresas de setores com rápido crescimento, como empresas de alta tecnologia que tinham foco em internet, telecomunicações e biotecnologia, ao passo que para a listagem no Novo Mercado não há qualquer restrição quanto ao setor de atuação da empresa ou de seu tamanho.

Atualmente, a BM&FBOVESPA conta com três segmentos de listagem diferenciados para as empresas abertas: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os regulamentos de adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa foram alterados em 05/2011, as informações contidas neste trabalho são pautadas nestes regulamentos recém alterados. A tabela a seguir apresenta a quantidade de empresas listadas na BM&FBOVESPA em Junho de 2011 considerando o segmento de listagem:

Tabela 1 – Quantidade de empresas listadas nos Níveis diferenciados da BM&FBOVESPA

Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
245	39	17	119

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2011)

A seguir são apresentadas as principais características de cada nível de listagem diferenciada da BM&FBOVESPA, bem como suas principais características.

2.1.1.1.1 Listagem diferenciada BM&FBOVESPA – Nível 1

A empresa ao assinar o regulamento se compromete a cumprir todas as exigências estabelecidas nos regulamentos para listagem de cada nível e caso venha descumprir alguma das exigências terá sua autorização revogada.

As principais exigências para listagem no Nível 1 são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- cumprimento de regras de transparência 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 opções de ações (*stock options*);
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

As principais exigências da BM&FBOVESPA para que a empresa possa ser listada no Nível 1 são apresentadas no quadro a seguir:

Características das Ações Emitidas	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta
Concessão de <i>Tag Along</i>	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo

Quadro 1 – Principais exigências para adesão ao Nível 1 da BM&FBOVESPA

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2011)

Cabe ressaltar que as exigências para adesão ao Nível 1 da BM&FBOVESPA pouco acrescentam às exigências legais. Este é o nível com menor exigência e, portanto, é o nível

que menos requer dispêndio de capital para o aprimoramento dos mecanismos de governança na empresa.

2.1.1.1.2 Listagem diferenciada BM&FBOVESPA – Nível 2

Para Nível 2, além das regras de transparência e dispersão acionária contidas no Nível 1, trata da questão do equilíbrio de direitos entre os acionistas controladores e os minoritários e da obrigatoriedade em divulgar suas informações contábeis de acordo com os padrões IFRS ou US GAAP.

A BM&FBOVESPA concederá autorização para que a empresa passe a negociar suas ações no Nível 2 de governança corporativa apenas se esta cumprir os seguintes requisitos (BM&FBOVESPA, 2011 p. 7):

- obtenha e mantenha atualizado junto à CVM o registro de companhia que permita a negociação de ações ordinárias e/ou preferenciais em bolsa;
- tenha solicitado o seu registro para negociação na BM&FBOVESPA;
- tenha assinado o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de governança corporativa Nível 2;
- tenha adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBOVESPA, em especial a que se refere à Cláusula Compromissória;
- mantenha o Percentual Mínimo de Ações em Circulação, observando, ademais, o disposto nos itens 7.3 e 8.6;
- não tenha Partes Beneficiárias;
- observe as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao padrão de governança corporativa Nível 2.

Os itens 7.3 e 8.6 do regulamento citados acima dizem respeito ao percentual mínimo de ações em circulação após um aumento de capital e ao percentual mínimo de ações em circulação após alienação de controle. Tais itens visam garantir ao investidor maior garantia quando a empresa passar por algum processo de alteração societária que impacta diretamente no montante de ações negociadas em bolsa.

Como exigência para listagem no Nível 2 vale ressaltar a vedação à negociação, extraída do Regulamento (BM&FBOVESPA, 2011 p. 8):

Nos 6 (seis) meses subsequentes à primeira distribuição pública de ações da Companhia após a assinatura do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de governança corporativa Nível 2, o Acionista Controlador e os Administradores não poderão vender e/ou ofertar à venda quaisquer das ações e Derivativos destas de que eram titulares imediatamente após a efetivação da distribuição anteriormente mencionada. Após esse período inicial de 6 (seis) meses, o Acionista Controlador e os Administradores não poderão, por mais 6 (seis) meses, vender e/ou ofertar à venda mais do que 40% (quarenta por cento) das ações e Derivativos destas de que eram titulares imediatamente após a efetivação da distribuição anteriormente mencionada.

Esta restrição visa garantir ao investidor que comprou ações desta empresa recém listada no Nível 2, que os acionistas controladores e também os administradores não venderão estas ações num curto período de tempo. Tal exigência visa inibir a venda de ações com o objetivo de auferir lucro através da venda destas ações após sua valorização com a sinalização ao mercado de boas praticas de governança oriunda deste selo.

As principais exigências da BM&FBOVESPA para que a empresa possa ser listada no Nível 2 são apresentadas no quadro a seguir:

Características das Ações Emitidas	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON e PN (100% para ações ON e 80% para PN até 09/05/2011)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório

Quadro 2 – Principais exigências para adesão ao Nível 2 da BM&FBOVESPA

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2011)

Para que a empresa possa ser listada no Nível 2, o dispêndio de capital necessário para aprimorar os mecanismos de governança internos são maiores quando comparado com o

Nível 1. Desta forma, é razoável supor que devido às exigências serem maiores que no Nível 1, as empresas listadas no Nível 2 tendem a resguardar mais os interesses do investidor em anúncios de investimentos que visam a aumento de produção ou de fatia de mercado, tidos como investimentos estratégicos.

2.1.1.1.3 Listagem diferenciada BM&FBOVESPA – Novo Mercado

O Novo Mercado é o segmento que possui as maiores exigências entre todos os níveis de listagem de governança corporativa diferenciada na BM&FBOVESPA. Em suma, a grande diferença entre o Novo Mercado e o Nível 2 está no fato de não ser permitida a existência de ações preferenciais no Novo Mercado, devendo todas as ações serem exclusivamente ordinárias.

O regulamento é semelhante ao do Nível 2 e toda documentação requerida também. Cabe ressaltar que todos os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA são adicionais às exigências legais, portanto, as empresas devem seguir as obrigações legais e ainda as exigências contidas no regulamento adicional assinado junto à BM&FBOVESPA.

Dentre as obrigações do Novo Mercado, podemos destacar os seguintes pontos extraídos do regulamento (BM&FBOVESPA, 2011):

- o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- no caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%);
- em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- o Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- a companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);

- divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- a empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

O quadro a seguir, adaptado do ambiente da BM&FBOVESPA, sinaliza as principais exigências que as empresas que querem aderir ao Novo Mercado devem cumprir:

Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório

Quadro 3 – Principais exigências para adesão ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2011)

Neste trabalho, o fato de a empresa estar listada no Nível 2 ou Novo Mercado será considerado como uma tentativa de sinalização para o mercado de que possuem mecanismos de governança avançados. Tais mecanismos visam diminuir os problemas oriundos do conflito de interesse entre o acionista e os gestores e reduzir a possibilidade de expropriação de riqueza dos acionistas.

2.1.2 *American Depositary Receipts (ADR)*

Em função da morosidade com que o mercado de capitais nacional se desenvolvia, empresas brasileiras buscavam no mercado americano recursos para financiar os seus investimentos através da emissão de ADR's ao invés de abrir o seu capital em âmbito nacional e permitir que suas ações fossem negociadas na BM&FBOVESPA. Segundo Assaf Neto (2003), a emissão de ADR é uma forma de as empresas brasileiras captarem recursos no mercado internacional através da emissão de recibos de depósitos nos Estados Unidos com lastro em ações ordinárias.

ADR's são certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representam direitos e ações, emitidos no exterior por instituição denominada "Depositária", com lastro em valores mobiliários de emissão de empresas brasileiras depositadas em custódia específica no Brasil, são papéis emitidos e negociados no mercado de capitais dos Estados Unidos (BANCO CENTRAL, Glossário, acesso em 19 mai. 2011).

Atualmente, segundo o banco J.P. Morgan, existem 76 empresas brasileiras, que correspondem a 4,25% da quantidade total de empresas emissoras ADR's no mundo, sendo o total de empresas emissoras 1785.

Assim como os segmentos de listagem diferenciados, a emissão de ADR's pode ser considerada como um mecanismo externo de controle, também funcionando como um sinalizador de qualidade de boas práticas de governança corporativa para o mercado, uma vez que para emitirem ADR's estas empresas devem atender às diversas exigências da SEC.

Em estudo realizado por Silveira *et al.* (2007), foram analisadas as determinantes das práticas de governança para as empresas brasileiras entre 1998 e 2004, utilizando um índice elaborado pelos autores considerando quatro dimensões: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho e estrutura de propriedade e controle. O resultado encontrado sinaliza uma possível associação positiva entre maior qualidade da governança corporativa e a emissão de ADR's no mercado americano.

Existem 4 níveis de exigências legais para a emissão de ADR's: Nível 1, Nível 2, Nível 3 e 144^a. Estes níveis variam em torno das exigências de transparência, regras de contabilidade, práticas de governança corporativa e nos mecanismos de colocação destes ativos, podendo ser distribuídos no mercado de balcão ou em bolsa.

Os quatro níveis serão discutidos a seguir, porém, neste trabalho serão considerados como sinalização positiva de práticas diferenciadas de governança corporativa apenas os níveis 2 e 3 devido ao fato de nestes níveis as empresas estarem sujeitas às exigências da Lei Sarbanes-Oxley e das regras das bolsas locais, tendo como obrigatoriedade o preenchimento do Relatório 20-F.

2.1.2.1 144A

Este tipo de emissão tem como característica principal a colocação privada de ações no mercado americano para investidores institucionais qualificados, não podendo ser negociadas em bolsa.

Este é o nível mais baixo de exigência para emissão de ADR's e os investidores institucionais são responsáveis pela proteção de seus direitos devido ao montante que possuem de ADR.

As empresas não precisam divulgar suas demonstrações contábeis em US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) ou ter registro na SEC.

2.1.2.2 Nível 1

Neste nível de emissão, as ADR's podem ser negociadas apenas em mercado de balcão (OTC – *Over the Counter*), não podendo existir oferta pública nos Estados Unidos. São emitidas com base em ações existentes e negociadas no mercado doméstico, que se encontram depositadas no banco custodiante (ASSAF NETO, 2003).

Não há alteração patrimonial, pois não ocorre captação de novos recursos. São poucos os requerimentos legais e os relatórios obrigatórios. Diante disto não são muito exigentes em comparação com os níveis 2 e 3.

Este é o nível de emissão menos custoso para uma empresa que visa emitir ADR's no mercado americano. As empresas não precisam divulgar suas demonstrações contábeis em US GAAP ou ter registro na SEC.

2.1.2.3 Nível 2

As ADR's advindas de uma emissão de Nível 2 podem ser negociadas em bolsa (NASDAQ, NYSE e AMEX), porém não há emissão de novas ações, não se caracterizando como um IPO (*Initial Public Offering*).

Há a exigências de divulgação de demonstrações contábeis em US GAAP, os relatórios são mais exigentes do que no Nível 1 e há exigência de que a empresa se registre na SEC.

2.1.2.4 Nível 3

O Nível 3 de emissão de ADR's possui as mesmas exigências do que o Nível 2, a diferença entre eles está no fato de no Nível 3 ser permitida a captação de recursos, uma vez que as ADR's são lastreadas em novas ações oriundas de uma oferta pública. As ADR's advindas deste processo são negociadas em bolsa.

2.1.3 Evidências Empíricas Quanto às Práticas diferenciadas de Governança Corporativa

Dalmacio, Lopes e Rezende (2010, p.2) elencam alguns trabalhos cujo objetivo principal foi verificar empiricamente quais as características que as empresas buscam sinalizar através da adoção de mecanismos diferenciados de governança: proteção aos investidores (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 2002; SLOAN, 2001; KLAPPER e LOVE, 2002); maior valor de mercado (BLACK, 2001; BAUER *et al.*, 2003; GOMPERS, ISHII e METRICK, 2003; DURNEV e KIM, 2004; BROWN e CAYLOR, 2004; FARBER, 2005; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; BLACK *et al.*, 2006; LARCKER, RICHARDSON e TUNA, 2007); menor volatilidade (BROWN e CAYLOR, 2004); menor custo de capital (LANG e LUNDHOLM, 1996; SHLEIFER e VISHNY, 1997; BLACK, 2001; BUSHMAN e SMITH, 2003; BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003; GOMPERS *et al.*, 2003; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; BLACK *et al.*, 2006; LOPES e WALKER, 2008); melhor desempenho operacional (JENSEN e MECKLING, 1976; KLAPPER e LOVE, 2002; GOMPERS *et al.*, 2003; BROWN e CAYLOR, 2004; LARCKER *et al.*, 2007); menor

incerteza acerca dos resultados futuros (LANG e LUNDHOLM, 1996; DECHOW e SCHRAND, 2004; BHAT *et al.*, 2006); facilidade de acesso a mercados estrangeiros (LOPES e WALKER, 2008).

Anderson e Reeb (2003) e Villalonga e Amit (2004), Fahlenbrach (2009) são trabalhos que sugerem haver influência da governança corporativa no desempenho das empresas.

Nesta mesma linha de raciocínio, podemos incluir a emissão de ADR's como sendo uma forma de sinalizar para o mercado que a empresa possui mecanismos de governança avançados e que a expectativa de fluxos de caixa futuro é alta. O fato de associar essas sinalizações ao mercado como expectativa de fluxo de caixa elevado no futuro se deve ao fato de essas emissões e a manutenção dos controles elevarem consideravelmente os custos da empresa (FAMÁ *et al.*, 2003).

Doidge, Stulz e Karolyi (2004) analisaram as empresas estrangeiras que possuem ADR's negociadas nos Estados Unidos e constataram que o crescimento das empresas que possuem dupla listagem é estatisticamente superior. Coffee (1999) afirma que o fato de as empresas serem listadas no mercado norte-americano aumenta a proteção para os investidores e conseqüentemente reduz os custos de agência.

As empresas que emitem ADR's têm como objetivo baratear o seu custo de capital, aumentar a quantidade de investidores, tornar seus papéis mais líquidos e ainda deixar a empresa em evidência no mercado (MITTOO, 1992; FANTO e KARMEL, 1997).

Conforme trabalho realizado por Silveira *et al.* (2007) que sugere possível relação positiva entre maior qualidade da governança corporativa e a emissão de ADR's, neste trabalho o fato de a empresa ser emissora de ADR's nível 2 ou 3 também será considerado como possível sinalizador de práticas diferenciadas de governança corporativa.

2.2 Decisões de investimento nas empresas

A maximização do valor das empresas deve ser o objetivo principal de todos os gestores, suas decisões financeiras devem ser fundamentadas em estudos analíticos e junto a um forte embasamento teórico. Cabe ao administrador financeiro decidir quais os investimentos que

resultarão em maior lucro para a empresa diante de um menor risco (GROPPELLI e NIKBAKHT, 2002). As finanças corporativas, assim como qualquer disciplina, possuem os seus princípios fundamentais, que serão utilizados no sentido de maximizar o valor da empresa. Os princípios fundamentais das finanças corporativas podem ser divididos em três grandes grupos: princípio do investimento; princípio do financiamento; princípio dos dividendos (DAMODARAN, 2004).

A maximização de valor se dá por meio da aplicação de recursos em projetos rentáveis, culminando em expectativa de fluxos de caixas futuros (FAMÁ *et al.*, 2003). Os mecanismos de governança corporativa são utilizados nas empresas para aumentar a possibilidade de alocação correta dos recursos, tentando reduzir os conflitos de interesses (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Segundo Allen, Brealey e Myers (2008), existe uma diferença entre os fundos que as empresas necessitam e os fundos que conseguem gerar internamente, o que também é chamado de déficit financeiro. Para equilibrar este déficit as empresas podem agir de duas maneiras: vender novas ações ou adquirir empréstimos.

Deste modo, o administrador se depara com um grande *trade-off* sobre sua decisão de financiamento: quanto do lucro deve ser reinvestido no negócio ao invés de ser entregue aos acionistas e quanto do déficit financeiro deve ser equilibrado por meio de financiamentos ou emissão de ações (ALLEN, BREALEY e MYERS, 2008).

Groppelli e Nikbakht (1998) dizem que, por definição, as decisões de investimentos são consideradas economicamente atraentes quando o retorno esperado da alternativa excede a taxa de retorno exigida pelos proprietários de capital, sendo os principais instrumentos de análise de viabilidade: o valor presente líquido (VPL), a taxa interna de retorno (TIR) e o *payback*.

O cálculo do VPL possui limitações, pois considera a capacidade dos administradores de fazerem previsões dos fluxos de caixa futuros, sendo que estes são influenciados por diversos fatores como vendas futuras, custos da mão de obra, taxas de juros outros fatores relacionados às forças que incidem sobre a empresa, dificultando assim o cálculo deste fluxo de caixa futuro.

As decisões de investimentos estratégicos, ou seja, investimentos que sensibilizam o desempenho das empresas no longo prazo, podem ser considerados como um dos pilares deste trabalho, uma vez que toda a pesquisa será conduzida com base nestes conceitos acrescido dos conceitos referente à governança corporativa, para que utilizando a metodologia de estudo de evento seja possível verificar se há reação diferenciada aos anúncios de investimentos estratégicos considerando o nível de governança das empresas.

Podem ser consideradas duas abordagens quanto à sinalização das decisões de investimento, a primeira considera que o mercado absorve as informações que podem alterar o risco e o retorno disponíveis ao mercado (McCONNELL e MUSCARELLA, 1985; CHAN, GAU e WANG, 1995; WOOLRIDGE e SNOW, 1990; CHAN, KESINGER e MARTIN, 1990; LUCCHESI e FAMÁ, 2007).

A segunda abordagem considera as variações do ativo permanente e imobilizado como sinalização das decisões de investimentos, visando analisar os impactos dessas variações no mercado. No balanço patrimonial de uma empresa, o ativo permanente agrega investimentos, imobilizado e diferido. A variação do ativo permanente pode ser utilizada para a verificação das decisões de investimento nas empresas. Quando uma empresa imobiliza recursos, sugere ao mercado um potencial crescimento futuro. A informação de investimento em ativo permanente é absorvida pelo mercado quando a empresa divulga os seus demonstrativos financeiros, podendo resultar em reações positivas ou negativas no preço das ações. Uma variação positiva do ativo permanente indica que houve aquisição de ativos por parte da empresa, em contrapartida, uma variação negativa sugere que houve uma redução. Da mesma maneira, a variação do imobilizado evidencia uma alteração nas imobilizações em ativos fixos (LAMB, 1993; ANTUNES e PROCIANOY, 2003; SILVEIRA *et al.*, 2006).

Segundo Lucchesi e Famá (2007) a principal diferença entre as duas abordagens está no fato de a primeira considerar os princípios da teoria econômica neoclássica, ou seja, considera os seguintes aspectos:

- o mercado é informacionalmente eficiente (FAMA, 1970);
- os investidores são totalmente racionais e usufruem da maximização da utilidade esperada na tomada de decisão (VON NEUMANN e MORGENSTERN, 1944; SAVAGE, 1954);
- não há assimetria informacional (MYERS e MAJLUF, 1984);

- há no mercado uma taxa de juro pura (MODIGLIANI e MILLER, 1961);
- Não há problemas de agência nas empresas (JENSEN e MECKLING, 1976)

A segunda abordagem considera o fato de a Teoria de Finanças apresentar importantes limitações, admitindo que os anúncios de investimentos divulgados pelas empresas não são sinais de decisões de investimentos percebidos pelo mercado, fazendo com que os investidores aguardem a divulgação das demonstrações contábeis para comprovarem a realização destes investimentos (LAMB, 1993).

Em estudos realizados com o mercado brasileiro, foram encontradas evidências de que o mercado acionário brasileiro reage aos anúncios de investimentos de capital (LUCCHESI e FAMÁ, 2007), fusões e aquisições (PATROCÍNIO, 2005), formação de *joint ventures* (OLIVEIRA NETO, KAYO e BARROS, 2008).

De maneira análoga ao trabalho de Oliveira Neto (2011), este trabalho estará contextualizado na primeira abordagem teórica e metodológica, considerando os anúncios de investimentos estratégicos como sendo sinalizadores de criação de valor para a empresa com o intuito de estudar a reação do mercado aos anúncios de investimentos das empresas.

2.2.1 Investimentos Estratégicos

Investimentos estratégicos são todas e quaisquer utilizações de recursos empregados que resultem em oportunidades de crescimento para a empresa (KESTER, 1984).

Existem diversas classificações de investimentos disponíveis na literatura. Seguindo a classificação adotada por Oliveira Neto (2011), neste trabalho será considerada a classificação proposta por Jones (2000): investimentos em expansão ou construção de novas plantas fabris, investimentos em P&D, acrescidas de outras duas categorias proposta por Woolridge e Snow (1990), *joint venture* e fusões e aquisições.

A seguir são apresentadas as características principais do que, neste trabalho, será considerado como sendo investimentos estratégicos.

2.2.1.1 Investimentos de Capital

Segundo Oliveira Neto (2011), investimento de capital consiste na aplicação de recursos com o intuito de expandir as plantas fabris atuais, para a construção de novas plantas, novos equipamentos ou ainda qualquer investimento que vise à ampliação da fatia de mercado que a empresa detém ou para conquista de novos mercados, bem como a utilização de recursos para lançamento de novos produtos.

Apenas investimentos que tem como objetivo aumentar a capacidade produtiva da empresa deve ser considerado como investimento de capital, excluindo-se aqueles que são empregados com qualquer outra finalidade, como a redução de custos ou manutenção da capacidade produtiva (JONES, 2000).

2.2.1.2 Investimentos em P&D

Conforme Oliveira Neto (2011), os investimento em P&D são fontes criadoras de oportunidades de crescimento, por isso as empresas investem significativamente em P&D visando lançar produtos em início do ciclo de vida com o intuito de alcançar melhores retornos no longo prazo, mesmo envolvendo baixo grau de certeza quanto ao resultado, retorno e prazos.

Embora empresas brasileiras invistam pouco recurso em P&D quando comparado com os investimentos totais da empresa, é razoável esperar que o mercado reaja positivamente ao anúncio (OLIVEIRA NETO, 2011).

2.2.1.3 Investimentos em Fusões e Aquisições

Este tipo de investimento acontece como uma alternativa ao crescimento interno da empresa, sendo uma das principais vantagens da fusão ou aquisição o fato de ser possível acelerar o processo de crescimento da empresa (OLIVEIRA NETO, 2011).

Este tipo de investimento é bastante arriscado, pois existem evidências empíricas de que após algumas operações de fusão e aquisição o mercado não reagiu positivamente (ver CAPRON e PISTRE, 2002; UHLENBRUCK, HITT e SEMADENI, 2006).

A fusão é a absorção de uma empresa por outra, sendo que a empresa adquirente mantém seu nome e suas características iniciais, assumindo todos os ativos e passivos da empresa adquirida. É a combinação de duas empresas, onde apenas uma permanece após o processo, ao passo que em uma aquisição ocorre a compra de uma empresa por outra e somente uma delas mantém a identidade (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2007).

2.2.1.4 Investimentos em *Joint Ventures*

Joint venture é uma atividade comercial cooperativa estabelecida por duas ou mais empresas que criam uma empresa independente onde alocam gestão, responsabilidade operacional, riscos e ganhos financeiros para cada um de seus membros, porém não perdem suas identidades e autonomia (LYNCH, 1989).

O investimento em *joint venture* tem seu risco atrelado em grande parte à seleção da empresa com quem será estabelecida essa parceria (OLIVEIRA NETO, 2011).

2.2.2 Evidências Empíricas Quanto à Relevância dos Anúncios de Investimentos

Lucchesi e Famá (2007) elencam as diferentes abordagens temáticas sobre o efeito das decisões de investimento no valor de mercado das empresas: a hipótese da maximização do valor de mercado (McCONNELL e MUSCARELLA, 1985); o impacto dos anúncios de abandono de projetos de investimento pelas empresas (BLACKWELL, MARR e SPIVEY, 1990; GOMBOLA e TSETSEKOS, 1992; SEPE e STATMAN, 1989); a análise da motivação da decisão de investimento dos gestores (CHAN, GAU e WANG, 1995); a influência do quociente Q de Tobin como importante indicador de oportunidades de novos investimentos rentáveis para as empresas (BLOSE e SHIEH, 1997; CHUNG, WRIGHT e CHAROENWONG, 1998); a hipótese conjunta do fluxo de caixa livre e do Q de Tobin na percepção dos investidores (CHEN e HO, 1997; SZEWCZYK, TSETSEKOS e ZANTOUT,

1996); a questão dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento (CHAN, KENSINGER e MARTIN, 1990; TSETSEKOS e ZANTOUT, 1994) e o impacto da variação do ativo permanente e imobilizado como sinal das decisões de investimento das empresas (ANTUNES e PROCIANOY, 2003; LAMB, 1993).

Considerado como um dos trabalhos seminais acerca da relevância dos anúncios de investimento de capital, McConnell e Muscarella (1985) analisaram uma amostra composta por 285 empresas privadas que emitiram 547 anúncios e 72 empresas públicas que emitiram 111 anúncios durante o período de 1975 até 1984, segregando os anúncios em investimento ou desinvestimento. Como resultado foram encontradas evidências de que o mercado reage positivamente a anúncios de aumento de investimento que possuem valor presente líquido positivo, ao passo que a redução nos investimentos faz com que o mercado reaja negativamente ao anúncio.

Tsetsekos e Zantout (1994) e Chan, Kensinger e Martin (1990) investigaram a reação do mercado aos anúncios de investimentos em P&D com o objetivo de verificar se a reação do mercado acontece de uma forma míope, considerando apenas os ganhos de curto prazo em detrimento aos investimentos de longo prazo. Os dois trabalhos obtiveram resultados semelhantes, sinalizando que os anúncios de investimentos em P&D são recebidos de maneira positiva pelo mercado. Chan, Kensinger e Martin (1990) sugerem que o retorno anormal acumulado durante a janela do evento acontece em função da sinalização dos anúncios, porém, empresas que em que a inovação não é tão relevante, como no setor siderúrgico, mineração, petroquímico, e que tiveram variação positiva nos investimentos em P&D resultou em redução nos preços de suas ações.

Woolridge e Snow (1990) investigaram o comportamento do mercado a 767 anúncios de investimentos emitidos por 248 empresas. Por meio de um tratamento mais abrangente para os dados considerando diversificação de novos produtos/mercados e de outras duas variáveis, tamanho e duração destes investimentos, encontraram resultado que sugere reação estatisticamente positiva anormal do mercado aos anúncios de investimentos em P&D e *joint ventures*, sinalizando possível predileção à redução de barreiras de mobilidade, uma vez que estes dois tipos de investimento se dão por alianças estabelecidas por empresas, sendo elas domésticas ou estrangeiras.

Jones (2000), utilizando um estudo de evento, observou o comportamento do mercado acionário britânico, entre 1991 e 1996, aos anúncios de investimentos de quatro tipos: investimento em redução de custos, investimento de capital, investimento em diversificação de produto/mercado e investimento em P&D. O resultado obtido sugere que o mercado reage positivamente aos anúncios de aquisição de imobilizado, diversificação de mercado/produto e também para investimento em P&D, ao passo que para os anúncios de investimento visando à redução dos custos o mercado reage negativamente.

Lucchesi e Famá (2007) investigaram o impacto no valor de mercado das ações em bolsa de 95 anúncios de investimentos estratégicos para 43 empresas brasileiras entre 1996 e 2003. O resultado sinaliza que os gestores divulgam informações relevantes para a avaliação da empresa no mercado por meio dos anúncios de investimento, o que resulta em aumento estatisticamente significativo no valor das ações durante o período analisado, ao passo que para anúncios de desinvestimento, o mercado reage negativamente.

Cabe ressaltar que não foram encontrados, até o presente momento nas principais bases de dados, pesquisa que contemple investimento estratégico da mesma forma com que será abordada neste trabalho para o mercado brasileiro: investimento de capital; investimento em P&D; investimentos em Fusões e Aquisições e investimento em *joint venture* e que pretenda verificar se o investidor considera como fator diferencial o fato de a empresa estar listada no Nível 2 ou Novo Mercado e/ou ser emissora de ADR's nível 2 e nível 3 no momento dos anúncios destes investimentos ao mercado, considerando que nestas empresas a possibilidade de expropriação de seus recursos é menor do que nas demais empresas dos segmentos tradicionais.

Quando comparado com as demais empresas, as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA ou emissoras de ADR's tendem a apresentar um retorno anormal positivo durante a janela do evento (anúncio ao mercado) estatisticamente superior pelo fato de os mecanismos de governança exercidos na empresa serem superiores ao exigido por lei e o acionista utilizar este fator para ponderar o preço justo a ser pago no momento de aquisição desta ação.

Desta forma, este trabalho tem como objetivo estabelecer um panorama sobre a reação do mercado aos anúncios de investimentos com o intuito de investigar a possibilidade de reação

estatisticamente diferenciada para as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA ou emissoras de ADR's.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Método de pesquisa

Tendo como objetivo principal investigar uma possível reação estatisticamente diferenciada para as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA ou das empresas emissoras de ADR's quando estas anunciam para o mercado que realizarão investimentos estratégicos, esta pesquisa é do tipo quantitativa e visa elaborar uma análise empírico-analítica da reação do mercado durante a janela do evento.

Este trabalho, considerando a Teoria da Sinalização proposta por Spence (1973), visa investigar se o fato de as empresas sinalizarem para o mercado através da adoção voluntária aos segmentos de listagem diferenciados ou pela emissão de ADR's e por isso, em teoria, possuírem mecanismos mais avançados de governança é percebido pelo investidor no momento em que são anunciados ao mercado notícias referentes a investimentos estratégicos.

Objetiva-se analisar o comportamento do mercado na tentativa de responder ao problema de pesquisa que norteia esta pesquisa: Os anúncios de investimentos estratégicos de empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado e/ou emissora de ADR's nível 2 ou 3 são, estatisticamente, melhor avaliados pelos investidores em comparação com as demais empresas listadas na BM&FBOVESPA?

Considerando os resultados encontrados por Coffee (1999) e Doidge, Stulz e Karolyi (2004) quanto ao fato de que as empresas que aderem às exigências de um mercado de capital que não o seu de origem, ocasiona uma reação positiva no mercado, fazendo com que os preços de suas ações subam durante a janela estudada e tendo o resultado encontrado por Silveira *et al.* (2007), onde há uma sinalização positiva quanto ao fato de que as empresas com mecanismos internos de governança corporativa mais elevado tendem a aderir, voluntariamente, a segmentos de listagens mais rígidos ou serem mais propensas à emissão de ADR's.

E ainda, considerando os resultados obtidos por McConnell e Muscarella (1985), Chan, Kensinger e Martin (1990), Woolridge e Snow (1990), Lucchesi e Famá (2007), onde os anúncios de investimentos foram considerados estatisticamente responsáveis pelos retornos anormais durante a janela, à luz da Teoria da Sinalização proposta por Spence (1973), este

trabalho visa unir essas linhas de pesquisas com o intuito de pesquisar os impactos dos anúncios de investimentos estratégicos nos preços das ações entre 2005 e 2010, verificando se o fato de a empresa estar listada em um nível diferenciado de governança corporativa da BM&FBOVESPA ou ser emissora de ADR's resulta em um retorno anormal diferenciado do mercado, haja visto que, supostamente, as empresas que possuem mecanismos mais avançados de governança tendem a tomar decisões e realizar investimentos com o intuito de maximizar a riqueza de todos os acionistas, seja ele majoritário ou minoritário.

Embora haja alguns trabalhos que refutem a hipótese de que o mercado brasileiro atue na forma semiforte (NOVIS NETO e SAITO, 2002; ANTUNES e PROCIANOY, 2003; MINARDI, 2004), este trabalho será conduzido de acordo com o pressuposto de que o mercado acionário brasileiro opera na forma semiforte, conforme corroborado por Lucchesi e Famá (2007) ao analisar anúncios de investimentos, Patrocínio (2005) ao investigar os anúncios de fusões e aquisições e ainda, para a formação de *joint ventures* investigada por Oliveira Neto, Kayo e Barros (2008). Isso porque, conforme descrito por McWilliams e Siegel (1997), os pressupostos necessários para a utilização do estudo de evento são:

- os mercados são eficientes na forma semiforte;
- não há antecipação de eventos;
- não existem efeitos sobrepostos (*confounding effects*) que possam influenciar os resultados durante a janela do evento.

O pressuposto de que não há antecipação de eventos considera que os anúncios relevantes são publicados de modo que todos os agentes obtenham a mesma informação e no mesmo instante, isso para que não haja ganho com a antecipação dessa informação (OLIVEIRA NETO, 2011).

O último pressuposto, não existência de efeitos sobrepostos, pode ser considerado como responsável pelas principais críticas do método, pois considera o fato de que o pesquisador possua as habilidades e os cuidados necessários a fim de isolar o efeito de outros eventos que não o objeto do estudo (MCWILLIAMS e SIEGEL, 1997).

O estudo de evento é o método utilizado para mensurar o impacto da divulgação de informações específicas (evento) em determinado período de tempo (janela). Neste trabalho, a janela de evento será constituída pelos 10 dias posteriores aos anúncios de investimento

estratégico, acrescentado do próprio dia do anúncio (D+0) e os 5 dias imediatamente anterior ao evento (D-5). A janela de estimação, utilizada para a mensuração do α_i e β_i , será composta pelos 50 dias que antecedem o anúncio ao mercado.

Neste trabalho, assim como em trabalho realizado por Oliveira Neto (2011) onde o autor investiga o impacto das decisões de investimentos estratégicos na criação de valor para as empresas quando tomadas por gestores otimistas e excessivamente confiantes, será considerado investimento estratégico: anúncios de investimentos em expansão ou construção de novas plantas fabris, anúncios de investimentos em P&D, anúncios de *joint venture* e de fusões e aquisições.

A fim de examinar o comportamento do mercado aos anúncios emitidos por empresas que possuem selos que certificam a governança corporativa praticada por elas, serão consideradas como empresas que possuem governança corporativa diferenciadas, aquelas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou nível 3 na data do anúncio ao mercado. Os níveis escolhidos consideram o fato de que para a listagem no Nível 1 da BM&FBOVESPA as exigências adicionais às legais são mínimas e, portanto não exigem grandes alterações nos mecanismos de governança implantados pela empresa, sendo o mesmo verdadeiro para as empresas emissoras de ADR's nível 1 e 144A.

3.2 Estudo de evento

A metodologia a ser utilizada neste trabalho é o estudo de evento. Segundo Fama (1991), a metodologia de estudo de evento é aquela usada para mensurar quanto o preço da ação de determinada empresa reage diante de uma informação recém divulgada, conhecida como evento.

Mackinlay (1997) sugere que o estudo de evento é uma metodologia que mensura o impacto de um evento específico no valor da ação. Dada a racionalidade dos agentes econômicos atuantes no mercado e a hipótese de que os mercados operam sob a ótica da eficiência semiforte, espera-se que os efeitos de um evento possam refletir rapidamente no preço das ações.

Por este motivo, para Brown e Warner (1980), o estudo de evento pode atuar como um instrumento para se testar a eficiência de mercado e durante um curto período de tempo mensurar os efeitos que determinado evento pode ter causado no mercado.

O estudo de evento sofre algumas críticas quanto à operacionalização do estudo. McWilliams e Siegel (1997) sugerem os problemas que a metodologia pode apresentar: a premissa considerada para a teoria de eficiência do mercado; a incerteza de que o evento não foi previamente anunciado, uma vez que existem *insiders*; análise estatisticamente robusta dos dados em amostras consideradas pequenas e ainda a possibilidade de que outros eventos afetem o mercado como um todo e conseqüentemente enviesem o resultado final.

Entretanto, esta metodologia é bastante utilizada para testar a hipótese de eficiência do mercado, buscando aferição quanto à eficiência informacional do mercado em sua forma semiforte (FAMA, 1991).

Utilizando o estudo de evento, este trabalho visa encontrar subsídios que atestem a veracidade da hipótese estabelecida para o trabalho, bem como consiga responder ao problema de pesquisa através de resultados estatisticamente testados.

3.3 Procedimentos Metodológicos

A influência do nível de governança corporativa na percepção dos investidores sobre o seu valor agregado será estudada por meio de regressões lineares nas quais o retorno anormal acumulado será a variável dependente e as variáveis independentes serão os indicadores de boas práticas de governança corporativa, complementados por variáveis de controle.

Seguindo a estrutura proposta por Campbell, Lo e Mackinlay (1997, p. 150-152), as próximas seções apresentarão as 7 etapas para a realização de um estudo de evento, bem como a forma com que foi aplicada neste trabalho.

3.3.1 Definição do evento

Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), esta é a primeira etapa a ser considerada em qualquer estudo de evento. Nesta etapa foram definidos os critérios para seleção do evento estudado e ainda, o período no qual foram observados o comportamento das ações.

O período analisado é conhecido como janela do evento e deve ser composto por poucos dias para que o pressuposto da eficiência de mercado semiforte não seja violado (MCWILLIAMS e SIEGEL, 1997).

Barbosa e Camargos (2003) sugerem que a definição da janela do evento é bastante subjetiva e arbitrária, sendo sua escolha em função da necessidade do pesquisador e dos objetivos da pesquisa.

Oliveira Neto (2011) sugere que a utilização de uma janela demasiadamente grande dificulta a análise e a separação da sobreposição de efeitos que não sejam oriundos dos eventos que são o objeto de estudo.

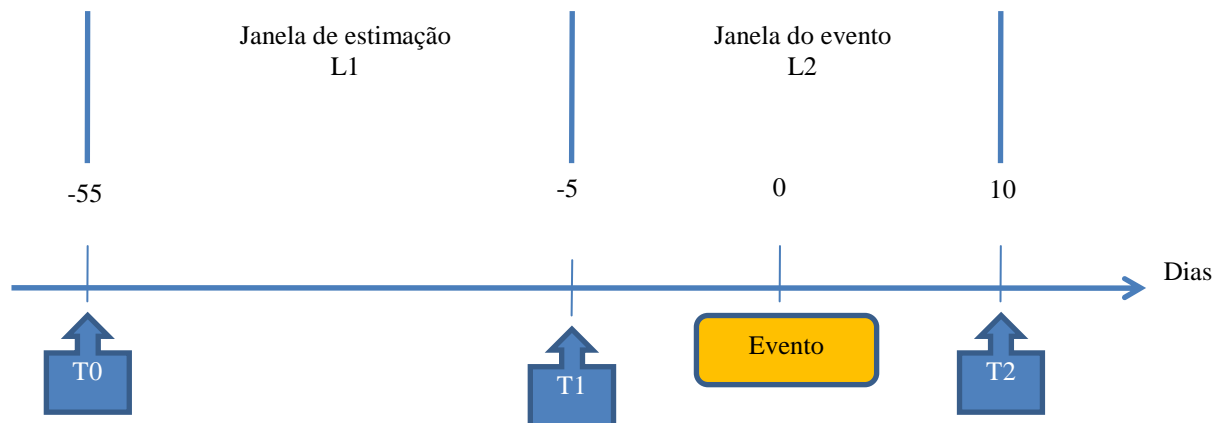


Figura 1 – Esquema de dias para a janela de evento e de estimação

Fonte: Elaborado pelo autor.

Sendo L1, a extensão da janela de estimação; L2, a extensão da janela do evento;

Conforme Figura 1, as datas de divulgação dos investimentos estratégicos ao mercado foram adotadas como sendo a data do evento. A janela do evento é composta pelos 10 dias posteriores ao anúncio, incluindo a data do anúncio, acrescidos pelos 5 dias imediatamente anteriores, sendo a janela de estimação composta pelos 50 dias imediatamente anteriores ao dia -5 da janela de evento, conforme trabalho realizado por Lucchesi e Famá (2007).

A ampliação da janela do evento, considerando também os 5 dias imediatamente anteriores à divulgação para o mercado, tem como objetivo averiguar possível vazamento prévio de informações conhecido como *insider information*.

3.3.2 Critérios de Seleção da Amostra

O universo amostral é composto por todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA entre Jan/2005 e Dez/2010, sendo que a amostra será composta por aquelas que emitiram ao menos um anúncio de investimento estratégico no período investigado.

Os anúncios de investimentos estratégicos coletados para este estudo foram publicados como fato relevante na CVM, BM&FBOVESPA, na página de relação com os investidores das empresas, jornais de circulação nacional, em publicações especializadas e ainda na base de dados disponibilizada pela Lafis Consultoria, Análises Setoriais e de Empresas entre Jan/2005 e Dez/2010, disponíveis na biblioteca da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

As informações referentes aos valores de fechamento diário do IBOVESPA e os preços dos ativos foram obtidas junto ao banco de dados do ECONOMATICA®, também disponível na biblioteca da Universidade Presbiteriana Mackenzie. As cotações foram corrigidas por proventos para evitar distorção ocasionada pelos dividendos, bonificações e subscrições.

O IBOVESPA foi considerado como retorno da carteira do mercado pelo fato de ser o maior indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro e devido à manutenção de sua metodologia desde sua criação. O valor atual deste índice representa o valor de uma carteira teórica de ações criada em 02/01/1968, composta pelos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA.

3.3.3 Cálculo dos Retornos Normais e Anormais

A fim de calcular as taxas de retornos das ações das empresas e do IBOVESPA, foi utilizado o método de capitalização contínua, também conhecida como capitalização logarítmica. Este método foi utilizado considerando que o mercado reage às informações divulgadas de forma contínua e que os anúncios são divulgados a todo momento.

Segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), é atribuição do pesquisador definir o método o mais adequado para responder a dinâmica do mercado quanto às informações divulgadas e a reação a estas.

A Equação 1 expressa o método que se utiliza do logaritmo neperiano (\ln) para que o resultado entre a divisão de $P_{i,t}$ e $P_{i,t-1}$ seja simétrico:

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad \text{Equação 1}$$

Onde $R_{i,t}$, $P_{i,t}$ e $P_{i,t-1}$ são, respectivamente, a taxa de retorno da ação i na data t , o preço da ação i na data t e o preço da ação i na data $t-1$.

O estudo de evento pode comparar um retorno real com um retorno estimado, sendo a diferença entre eles chamada de retorno anormal (*abnormal return*). Mackinlay (1997) define os retornos anormais como sendo a diferença entre os retornos observados *ex-post* de um título dentro da janela de evento e o retorno esperado, conforme Equação 2 apresentada a seguir:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad \text{Equação 2}$$

Onde $AR_{i,t}$, $R_{i,t}$ e $\hat{R}_{i,t}$ são, respectivamente, o retorno anormal, o retorno real e o retorno esperado.

Weston, Siu e Johnson (2001) afirmam existir três métodos para calcular os retornos anormais das ações, sendo os resultados obtidos por eles bastante semelhantes: o método de retorno da média ajustada (*mean adjusted return method*); o método do modelo de mercado (*market model method*) e o método de retorno de mercado ajustado (*market adjusted return method*).

Considerando o fato de o método do modelo de mercado combinar a associação do risco de mercado com a média de retorno das ações da empresa, este estudo utilizou este método para

mensuração do retorno anormal conforme Equação 3, sendo $R_{m,t}$ o retorno do IBOVESPA para determinado dia t :

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad \text{Equação 3}$$

Onde $R_{m,t}$ é o índice de retorno da carteira de mercado para um determinado dia t , neste trabalho, IBOVESPA.

Neste modelo, os retornos da ação são relacionados com os de um portfólio de mercado. Soares, Rostagno e Soares (2002) realizaram um estudo de simulação, no qual o modelo de mercado apresentou os resultados mais eficazes na captação de anormalidades.

Segundo Oliveira Neto (2011), resultados de uma regressão linear usando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), o coeficiente β_i , o α_i e $\varepsilon_{i,t}$ são respectivamente, a medida de risco que captura a sensibilidade da empresa i em relação à carteira de mercado; a parte do retorno médio da empresa i não explicada pelo mercado e o termo de erro estatístico ou ruído branco.

A fim de calcular o retorno médio anormal para um determinado dia, foi calculada a média dos retornos anormais diários para cada dia que compõe a janela. A Equação 4 demonstra como foi efetuado o cálculo:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad \text{Equação 4}$$

Onde \overline{AR}_t é o retorno anormal médio para um determinado dia t e N é o número de empresas da amostra.

Por último, foi calculado o retorno anormal médio acumulado por meio do somatório dos retornos médios anormais da janela estudada, conforme Equação 5:

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

Equação 5

Onde CAR é o retorno anormal médio acumulado durante a janela do evento.

O CAR foi estimado pela soma de todos os retornos anormais médios da janela. Com ele é possível avaliar o impacto de um anúncio de investimento estratégico no mercado durante a janela do evento.

3.3.3.1 Modelos Principais – Variáveis Binárias para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (GC) e Emissoras de ADR's nível 2 ou 3(ADR)

Visando investigar o comportamento do mercado aos anúncios de investimentos emitidos pelas empresas ao mercado, considerando o fato de a empresa apresentar mecanismos avançados de governança corporativa na data de anúncio, utilizando como *proxy* a listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA (Nível 2 e Novo Mercado) e a emissão de ADR's (nível 2 e 3), faz-se necessário estabelecer o modelo capaz de verificar a reação do mercado às sinalizações emitidas pelas empresas.

O primeiro modelo investigado neste trabalho, contempla o fato de a empresa estar listada no Novo Mercado ou no Nível 2 da BM&FBOVESPA como uma sinalização de prática diferenciada de governança por meio da certificação estabelecida pelo fato de cumprir as exigências requeridas para adquirir este selo.

A Equação 6, expressa abaixo, apresenta como foi considerado o modelo geral, considerando apenas a listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 GC_i + \varepsilon_i, \text{ com } i = 1, \dots, N$$

Equação 6

Onde: CAR_i representa o retorno anormal médio acumulado para as diversas janelas estabelecidas: CAR_t , CAR_{-5_0} , CAR_{0_5} , CAR_{0_10} , CAR_{-1_+1} e Data do Evento;

GC representa a variável binária para o fato de a empresa estar listada no Novo Mercado ou no Nível 2 da BM&FBOVESPA;

ε_i representa o componente de erro do modelo.

Para as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA foi atribuído valor igual a '1' na variável GC para as empresas listadas no Novo Mercado ou no Nível 2 no momento do anúncio do investimento para o mercado e '0' em caso contrário.

De maneira análoga, o fato de a empresa ser emissora de ADR's nível 2 ou nível 3 foi tratado como uma sinalização para o mercado de práticas diferenciadas de governança. Para a variável binária de ADR, o processo é semelhante, conforme equação 7:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 ADR_i + \varepsilon_i, \text{ com } i = 1, \dots, N \quad \text{Equação 7}$$

Onde: CAR_i representa o retorno anormal médio acumulado para as diversas janelas estabelecidas: CAR_t , CAR_{-5_0} , CAR_{0_5} , CAR_{0_10} , CAR_{-1_+1} e Data do Evento;

ADR representa a variável binária para o fato de a empresa possuir ADR's nível 2 ou 3;

ε_i representa o componente de erro do modelo.

O fato de a empresa ser emissora de ADR's nível 2 ou nível 3 foi atribuído '1' para ADR e '0' caso a empresa não possua emissão nestes níveis.

A Equação 8 apresenta o modelo para aquelas empresas que estavam, listadas, na data do evento, nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e ainda eram emissoras de ADR's nível 2 ou 3, também na data do evento:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 GC_i + \beta_2 ADR_i + \varepsilon_i, \text{ com } i = 1, \dots, N \quad \text{Equação 8}$$

Onde: CAR_i representa o retorno anormal médio acumulado para as diversas janelas estabelecidas: CAR_t , CAR_{-5_0} , CAR_{0_5} , CAR_{0_10} , CAR_{-1_+1} e Data do Evento;

GC representa a variável binária para o fato de a empresa estar listada no Novo Mercado ou no Nível 2 da BM&FBOVESPA;

ADR representa a variável binária para o fato de a empresa possuir ADR's nível 2 ou 3;

ε_i representa o componente de erro do modelo.

As regressões foram realizadas no STATA e no GRETL utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), e assim como no trabalho de Oliveira Neto (2011), são robustas ao pressuposto de que os termos de erro são independentes e possuem distribuição normal.

O módulo construído, à luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), presume que as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e emissoras de ADR's possuem mecanismos de governanças avançados que de certa forma agreguem valor aos anúncios praticados por estas empresas. Desta forma, espera-se que os retornos anormais acumulados destas empresas sejam maiores em comparação com as demais empresas.

Tal esperança prende-se ao pressuposto que os investidores, no momento de alocarem seus recursos nestas empresas, ponderem positivamente esta sinalização de práticas diferenciadas de governança e com isso, alavanquem as compras quando do anúncio ao mercado, uma vez que se presume que tal decisão de investimento foi realizada considerando os interesses dos acionistas buscando a maximização de riqueza destes.

A listagem nestes segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e a emissão de ADR's podem ser interpretadas como uma certificação aos mecanismos de governança por ela praticada. À luz da Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), isso ocorre com o intuito de evidenciar para o mercado de um modo geral que o dispêndio de capital para atender às exigências da BM&FBOVESPA no caso dos segmentos de listagem diferenciados e da SEC no caso de emissão de ADR's, foram realizados com algum propósito, seja ele redução do custo de capital, evidenciação da empresa na mídia ou qualquer outro motivo.

3.3.4 Procedimentos de Estimação

Os parâmetros utilizados para calcular o retorno esperado são estimados com base na janela de estimação.

A janela de estimação deve, preferencialmente, ser composta pelos dias imediatamente anteriores à janela do evento, não podendo considerar o período da janela do evento (CAMPBELL, LO e MACKINLAY, 1997; WESTON, SIU e JOHNSON, 2001).

Neste trabalho, para o cálculo dos coeficientes da regressão, a escolha da janela de estimação aconteceu de maneira arbitrária e subjetiva, considerando os 50 dias imediatamente anteriores ao anúncio do evento, conforme trabalho realizado por Lucchesi e Famá (2007).

3.3.5 Procedimentos de Testes

Esta etapa consiste em tratar adequadamente os dados por meio de testes sobre o \overline{CAR} , sendo necessário estabelecer o grau de significância dos resultados, tendo como objetivo determinar a significância dos resultados.

Tendo como base o trabalho de Oliveira Neto (2011), foi utilizado o modelo proposto por Campbell, Lo e MacKinlay (1997), o qual presume não haver correlação entre os retornos anormais obtidos para os 569 anúncios divulgados pelas empresas entre 2005 e 2010. Com isto, as inferências sobre o \overline{CAR} foram calculadas com base na seguinte expressão:

$$\overline{CAR}_{(t_1, t_2)} \sim N(0, \overline{\sigma}_{(t_1, t_2)}^2) \quad \text{Equação 9}$$

Onde $\overline{CAR}_{(t_1, t_2)}$ representa o retorno anormal médio acumulado entre o período t_1 e t_2 da janela do evento. Segue uma distribuição t -student com (L_w) graus de liberdade, sendo a expectativa de retornos anormais igual a zero para a hipótese nula (H_0). E, $\overline{\sigma}_{(t_1, t_2)}^2$ representa a variância média dos retornos anormais para o período.

Isto posto, testou-se H_0 com base na seguinte equação:

$$J_1 = \frac{\overline{CAR}_{(t_1, t_2)}^a}{\frac{-2}{\sigma_{(t_1, t_2)}}} \sim N(0, 1) \quad \text{Equação 10}$$

Onde é utilizado o resultado desta equação para comparar com os valores estabelecidos para o nível de significância.

3.3.6 Resultados Empíricos

Nesta etapa, o pesquisador apresenta os resultados empíricos que devem ser mensurados com base nos modelos econométricos apropriados e na literatura disponível.

Os resultados devem ser apresentados de maneira clara e alusiva a fim de facilitar o entendimento do leitor, mesmo que este não possua conhecimento aprofundado no assunto.

3.3.7 Interpretação e Conclusões

Nesta etapa serão apresentados os resultados que rejeitam ou acatam as hipóteses propostas para a pesquisa. Ainda, apresenta a interpretação e conclusão dos resultados empíricos obtidos, refletindo sobre o motivo pelo qual o evento influencia o preço das ações (CAMPBELL, LO e MACKINLAY, 1997).

3.4 Variáveis de Controle

Esta pesquisa adotou o fato de a empresa estar listada em um segmento de governança diferenciado (Nível 2 e Novo Mercado) ou de ser emissora de ADR's (nível 2 ou 3) como uma tentativa de sinalização para o mercado de que esta empresa age em consonância com os interesses de seus acionistas e investigou empiricamente se os anúncios de investimentos estratégicos destas empresas são mais bem recebidos pelo mercado em comparação com os demais segmentos de listagem. Neste ponto, cabe salientar que o Nível 1 do segmento BM&FBOVESPA, bem como os níveis 1 ou 144A de emissão de ADR's não foram

considerados como níveis diferenciados pelo fato de pouco exigirem além dos requisitos legais.

Visando dirimir eventuais problemas oriundos de uma especificação errônea dos modelos econométricos, foram utilizadas algumas variáveis que podem influenciar, significativamente, as variáveis dependentes (OLIVEIRA NETO, 2011).

As variáveis utilizadas neste trabalho foram baseadas no trabalho de Oliveira Neto (2011). Abaixo, são apresentadas as variáveis de controle utilizadas neste trabalho.

3.4.1 Tamanho da Empresa (*AtivoTotal*)

Oliveira Neto (2011, p. 78) sugere que o tamanho da empresa deve ser tratado como variável de controle pelo fato de influenciar nos aspectos de escala, influência da relevância dos anúncios sobre o mercado, influência devido à maior exposição na mídia, diferenças de acesso ao capital, dentre outros. O ativo total, encontrado no balanço das empresas, foi utilizado como *proxy* para tamanho da empresa.

O cálculo do tamanho da empresa foi realizado pelo logaritmo neperiano do ativo total, conforme abaixo apresentado:

$$AtivoTotal_i = \ln (AtivoTotal_i)$$

3.4.2 Valor do Investimento (*ValorInvest*)

Ao utilizar o valor do investimento como variável de controle, o objetivo é verificar se a magnitude do investimento influencia a reação do mercado, impactando assim o retorno anormal durante a janela. A variável foi estabelecida pelo Ln do valor do investimento anunciado na data do evento, conforme apresentado abaixo:

$$ValorInvest_i = \ln (Valor \text{ Anunciado do Investimento}_i)$$

Os valores dos investimentos foram convertidos para Real, considerando a taxa de câmbio média para o ano de divulgação do anúncio. Dos 569 anúncios considerados para o período, 328 apresentaram os valores da transação.

3.4.3 Lucro Operacional sobre o Ativo Total (*EBIT*)

Esta é uma variável que visa investigar se o desempenho da empresa influencia a reação do mercado quando estas anunciam os seus investimentos para o mercado por meio de um indicador econômico-financeiro .

A variável é representada pela seguinte expressão:

$$EBIT_i = \frac{EBIT_i}{Ativo\ Total_i}$$

3.4.4 Dívida sobre o Patrimônio Líquido (*Divida_PL*)

Com o objetivo de verificar a influência da estrutura de capital da empresa, com base no trabalho de Oliveira Neto (2011), foi utilizado o modelo estabelecido por Shrand e Zechman (2008), com uma adaptação. O exigível de longo prazo sobre o patrimônio líquido ao invés de considerar o valor de mercado das ações como indicador da estrutura praticada pela empresa.

$$Divida_PL_i = \frac{ELP_i}{PL_i}$$

3.4.5 Ano

O controle por ano visa identificar possíveis reações do mercado oriundas de outros eventos mundiais, como a crise financeira dos Estados Unidos em 2008 que afetou a economia global de um modo geral.

Foi utilizada variável *dummy* por ano, sendo esta em função da data de anúncio do investimento para o mercado.

3.4.6 Variáveis binárias para Setor de Atividade

Os setores de atividades considerados nesta pesquisa são pautados na classificação da BM&FBOVESPA. O quadro a seguir apresenta os ramos de atuação de cada um dos 10 setores de atividade:

Variável	Setor de atividade	Segmento
Setor1	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos, Material de Transporte, Equipamentos Elétricos, Armas e Munições, Máq. e Equip. Construção e Agrícolas, Máq. e Equip. Hospitalares, Máq. e Equip Industriais, Motores, Compressores e Outros, Material Aeronáutico, Material Ferroviário, Material Rodoviário e Serviços Diversos.
Setor2	Construção e Transporte	Construção Civil, Construção Pesada, Engenharia Consultiva, Intermediação Imobiliária, Materiais de Construção, Serviços Diversos, Exploração de Rodovias, Serviços de Apoio e Armazenagem, Transporte Aéreo, Transporte Ferroviário, Transporte Hidroviário e Transporte Rodoviário.
Setor3	Consumo Cíclico	Eletrodomésticos, Produtos Diversos, Tecidos, Vestuário e Calçados, Aluguel de Carros, Programas de Fidelização, Serviços Educacionais, Hotelaria, Restaurante e Similares, Atividades Esportivas, Bicicletas, Brinquedos e Jogos, Parques de Diversão, Produção de Eventos e Shows, Jornais, Livros e Revistas, Publicidade e Propaganda, Televisão por Assinatura, Acessórios, Calçados, Fios e Tecidos, Vestuário, Utensílios Domésticos.
Setor4	Consumo não Cíclico	Agricultura, Açúcar e Álcool, Alimento Diversos, Café, Carnes e Derivados, Grãos e Derivados, Laticínios, Cervejas e Refrigerantes, Alimentos, Medicamentos, Produtos Diversos, Cigarros e Fumo, Produtos de Limpeza, Produtos de Uso Pessoal, Medicamentos e Outros Produtos e Serv. Méd. Hospit. Análises e Diagnósticos.
Setor5	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis, Holdings Diversificadas, Bancos, Outros Intermediários Financeiros, Soc. Arrendamento Mercantil, Soc. Crédito e Financiamento, Outros, Corretoras de Seguros, Seguradoras, Securitizadoras de Recebíveis, Serviços Diversos, Gestão de Recursos e Investimentos e Serviços Financeiros Diversos.
Setor6	Materiais Básicos	Embalagens, Madeira, Papel e Celulose, Materiais Diversos, Minerais Metálicos, Fertilizantes e Defensivos, Petroquímicos, Químicos Diversos, Artefatos de Cobre, Artefatos de Ferro e Aço e Siderurgia.
Setor7	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração e/ou Refino e Equipamentos e Serviços.
Setor8	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos e Programas e Serviços.
Setor9	Telecomunicações	Telefonia Fixa e Telefonia Móvel.
Setor10	Utilidade Pública	Água e Saneamento, Energia Elétrica e Gás.

Quadro 4: Setor de atividade econômica (classificação BM&FBOVESPA Jul/2011)

Fonte: Elaborado pelo autor

O setor de listagem da empresa pode influenciar diretamente a governança corporativa praticada na empresa, sobre a estrutura de propriedade e seu desempenho (SILVEIRA *et al.*, 2007). Com o objetivo de verificar a influência do setor nas práticas de governança praticadas

pela empresa, foram utilizadas variáveis binárias para os diferentes setores, conforme Quadro 4.

3.4.7 Variáveis Binárias para Fusões e Aquisições e *Joint Venture* (FA e JV)

Assim como Oliveira Neto (2011), foram utilizadas variáveis binárias (FA e JV) a fim de verificar o comportamento do mercado quando há anúncios nestas categorias. O valor de FA foi '1' caso o evento analisado fosse uma fusão ou aquisição e '0' em caso contrário. Para JV, em caso de evento de *Joint Venture* o valor atribuído foi '1' e '0' em caso contrário.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Resultados para os Modelos 1, 2 e 3 – GC e ADR

Durante o período de estudo, de 2005 a 2010, foram realizados 569 anúncios de investimentos estratégicos por 127 empresas distintas. A Tabela 2 apresenta as quantidades de eventos por ano para cada tipo de investimento.

Tabela 2: Quantidade de eventos por ano

Tipo de anúncio	2005	2006	2007	2008	2009	2010
FA	20	38	166	65	18	58
JV	28	27	40	7	0	15
Investimento	17	16	22	25	1	6
<i>Green field</i>	9	2	4	16	0	0
Expansão	6	9	11	8	0	5
Novo produto	0	1	1	0	1	0
Novo mercado	0	3	2	1	0	1
P&D	2	1	4	0	0	0
Total	65	81	228	97	19	79

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 2 é possível perceber a discrepância que há entre as quantidades para cada ano, sendo em 2009 (período pós-crise) o ano com a menor quantidade de anúncios realizados, ao passo que em 2007 (período pré-crise) foi o ano que teve a maior quantidade de anúncios de investimentos, 228 no total, sendo a grande maioria anúncios de FA.

O fato de utilizar o ano como variável de controle pode ser justificado com base na Tabela 2, uma vez que as quantidades divergem em valores consideráveis umas das outras em função de diversas questões macroeconômicas que impactam diretamente nas empresas e conseqüentemente no comportamento do mercado.

A Tabela 3 apresenta as informações referentes às quantidades de eventos anunciados pelas empresas, considerando o fato de estarem listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, neste trabalho Novo Mercado e Nível 2.

Tabela 3: Quantidade de eventos anunciados por empresas listadas nos segmentos diferenciados

Tipo de anúncio	Nível 2 ou Novo Mercado	Demais Segmentos	% NM ou Nível 2
FA	241	124	66,02
JV	42	75	35,89
Investimento	34	53	39,08
<i>Green field</i>	6	25	19,35
Expansão	19	20	48,71
Novo produto	1	2	33,33
Novo mercado	6	1	85,71
P&D	2	5	28,57
Total	317	252	55,71

Fonte: Elaborado pelo autor

Com base na Tabela 3, é possível notar que a maior quantidade de anúncios para o período estudado foram emitidos pelas empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado, sendo o percentual correspondente a 55,71% do total de anúncios.

Cabe salientar o percentual de anúncios de FA emitidos pelas empresas dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA no valor de 66,02% da quantidade total de anúncios para o período.

De maneira análoga, a Tabela 4 apresenta o detalhamento dos eventos considerando apenas a emissão de ADR's nível 2 ou 3.

Tabela 4: Quantidade de eventos anunciados por empresas emissoras de ADR's

Tipo de anúncio	Demais níveis de ADR's		% nível 2 ou nível 3
	ADR's nível 2 ou nível 3	ou não emissora	
FA	82	283	22,46
JV	82	35	70,08
Investimento	51	36	58,62
<i>Green field</i>	22	9	70,96
Expansão	19	20	48,71
Novo produto	2	1	66,66
Novo mercado	3	4	42,85
P&D	5	2	71,42
Total	215	354	37,78

Fonte: Elaborado pelo autor

É possível verificar o valor expressivo de 70,08% de anúncio de JV realizados por empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3. Outro valor expressivo é referente à quantidade de anúncios de FA emitidos por estas empresas, equivalente a 22,46% do total, ao passo que para as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA este valor corresponde a 66,02% da quantidade de anúncios total deste tipo.

Tabela 5: Quantidade de eventos anunciados por empresas listadas nos segmentos diferenciados e emissoras de ADR's

Tipo de anúncio	Nível 2 ou Novo Mercado e ADR's nível 2 ou nível 3		% Nível 2 ou NM e ADR's nível 2 ou nível 3
		Demais empresas	
FA	35	330	9,58
JV	22	95	18,8
Investimento	13	74	14,94
<i>Green field</i>	2	29	6,45
Expansão	6	33	15,38
Novo produto	1	2	33,33
Novo mercado	3	4	42,85
P&D	1	6	14,28
Total	70	499	12,3

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 5 sintetiza as informações referentes à quantidade de anúncios realizados por aquelas empresas que, na data do evento, estavam listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e ainda possuíam ADR's. Cabe ressaltar a redução no percentual total de anúncios quando realizados por empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado e também emissoras de ADR's nível 2 ou 3, reduzindo para 70 anúncios correspondentes a 12,30% da quantidade total de anúncios para o período.

A Tabela 6 apresenta os valores para o CART, CAR -5_0, CAR 0_5, CAR 0_10, CAR -1_+1 e Data do Evento, considerando o fato de as empresas estarem listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA ou ser emissora de ADR's no dia do evento, e ainda os valores referentes ao *p* - Value.

O CART apresenta o retorno anormal médio acumulado para toda a janela do evento, de -5 até 10 dias após a data do evento. O CAR -5_0 apresenta o retorno anormal médio acumulado para o intervalo de -5 até a data do evento. Para o CAR 0_5 o retorno anormal médio acumulado refere-se ao intervalo da data do evento até 5 dias após o anúncio, para o

CAR0_10 a janela investigada é maior, considerando até 10 dias após o anúncio. O CAR -1_+1 apresenta o retorno anormal médio acumulado para o intervalo de -1 até 1 dia após o evento. Por último, a Data do Evento representa o valor médio acumulado apenas para o dia do anúncio ao mercado. Tais delimitações do CAR têm como objetivo verificar o comportamento do mercado aos anúncios em diversos momentos da janela investigada.

Tabela 6: CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3

	CARt	CAR -5_0	CAR 0_5	CAR 0_10	CAR -1_+1	Data do Evento
NM ou Nível 2	-0,002458	-0,003832	0,005566	0,003923	0,005592	0,002549
p - Value	0,679	0,924	0,976	0,758	0,712	0,378
ADR's 2 ou 3	0,003988	0,002500	0,001732	0,004268	0,003615	0,002780
p - Value	0,470	0,071 *	0,331	0,870	0,755	0,419
NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3	-0,003794	0,002437	-0,010177	-0,005666	-0,001815	0,000564
p - Value	0,618	0,101	0,380	0,731	0,813	0,263

A variável dependente utilizada nas regressões foi o retorno anormal acumulado, sendo o CARt, CAR -5_0, CAR 0_5, CAR 0_10, CAR -1_+1 e Data do Evento, respectivamente para os intervalos de -5 até 10 dias após a data do evento, de -5 até a data do evento, da data do evento até 5 dias após o anúncio, da data do evento até 10 dias após o anúncio, de -1 até 1 dia após o evento e a data do evento.

Os regressores são: NM ou Nível 2 (empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, sendo estes o Novo Mercado e o Nível 2), ADR's 2 ou 3 (empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3) e NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3 quando a empresa estava listada simultaneamente nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e era emissora de ADR's.

Os diversos p - Value apresentados na tabela representam a significância dos regressores ao calcular as regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para as diversas janelas investigadas.

Sendo: *** Nível de Significância de 1%, ** Nível de Significância de 5% e * Nível de Significância de 10%

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados apresentados na Tabela 6 sugerem que os diversos CAR não apresentaram valores estatisticamente significantes para as variáveis independentes GC e ADR, exceto para o CAR-5_0 para as empresas emissoras de ADR's. Neste caso, a hipótese nula foi rejeitada e, portanto, o β é estatisticamente diferente de zero, sugerindo que o fato de a empresa possuir ADR's na data do anúncio influenciou o CAR. O coeficiente para este CAR foi positivo e sinaliza que os retornos anormais médios acumulados das empresas emissoras de ADR's para esta janela, que compreende de -5 até a data do evento, sofrem influência positiva pelo fato de serem emissoras de ADR's.

Ao comparar os resultados da Tabela 6 com os da Tabela 7, é possível notar a diferença entre os valores médios acumulados das empresas com maior grau de exigência de governança em comparação com aquelas listadas nos segmentos tradicionais ou Nível 1 e também, não emissoras de ADR's nível 2 ou 3.

Considerando apenas a magnitude dos retornos anormais médios, com exceção dos valores do CAR 0_5 para as empresas emissoras de ADR's e os valores para os segmentos diferenciados e ADR's conjuntamente, do CAR 0_10 considerando as empresas listadas nos segmentos diferenciados e emissoras de ADR's e também os valores do CAR-1_1 para as empresas listadas nos segmentos diferenciados e emissoras de ADR's, os valores apresentados para as empresas confluem para o que é proposto com a Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973), onde as empresas buscam emitir sinais críveis em um ambiente de assimetria informacional por meio da adesão voluntária aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, sendo este considerado como uma certificação para o mercado e ainda a emissão de ADR's, ficando a empresa obrigada a cumprir as exigências da SEC, culminando em uma percepção diferenciada do mercado quando estas empresas anunciam investimentos estratégicos em comparação com as empresas listadas nos demais segmentos e não emissoras de ADR's.

Tabela 7: CAR para empresas listadas nos segmentos tradicionais e não emissoras de ADR

CARt	CAR -5_0	CAR 0_5	CAR 0_10	CAR -1_+1	Data do Evento
-0,005567	-0,013958	0,002497	0,003067	-0,000464	-0,005323

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 7, são apresentados os retornos anormais médios acumulados das empresas listadas nos segmentos tradicionais da BM&FBOVESPA e não emissoras de ADR's nível 2 ou 3. Considerando apenas a magnitude dos retornos e comparando com a Tabela 6 é possível notar que o CAR das empresas do Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 são maiores do que para as empresas listadas nos segmentos tradicionais e não emissoras de ADR's.

Para verificar se a diferença de médias era estatisticamente significativa, foi realizado teste de média entre os valores apresentados da Tabela 6 e da Tabela 7, considerando as sinalizações de práticas diferenciadas em comparação com as demais empresas.

Tabela 8: Teste de média para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e segmentos tradicionais

	CAR _t	CAR -5_0	CAR 0_5	CAR 0_10	CAR -1_+1	Data do Evento
NM ou Nível 2	-0,002458	-0,003832	0,005566	0,003923	0,005592	0,002549
Tradicionais	-0,005567	-0,013958	0,002497	0,003067	-0,000464	-0,005323
p - Value	0,678	0,923	0,975	0,761	0,699	0,387

Os diversos p – Value apresentados na tabela representam a significância para o teste de diferença de média para os retornos anormais acumulados dos segmentos de listagem diferenciados da BM&FBOVESPA e dos segmentos tradicionais.

Sendo: *** Nível de Significância de 1%, ** Nível de Significância de 5% e * Nível de Significância de 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor

Considerando apenas a magnitude dos resultados, é possível verificar que para as diversas janelas estabelecidas, os valores do CAR das empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA são superiores aos valores das empresas listadas nos demais segmentos de listagem.

Porém, não é possível rejeitar a hipótese nula e concluir que as empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança da BM&FBOVESPA possuem retornos estatisticamente superiores em comparação com as demais empresas listadas nos segmentos tradicionais ou Nível 1, pois o teste de média para as diversas janelas investigadas não suportam a hipótese de que existe diferença entre as médias.

Tabela 9: Teste de média para empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3 e segmentos tradicionais

	CAR _t	CAR -5_0	CAR 0_5	CAR 0_10	CAR -1_+1	Data do Evento
ADR's 2 ou 3	0,003988	0,002500	0,001732	0,004268	0,003615	0,002780
Tradicionais	-0,005567	-0,013958	0,002497	0,003067	-0,000464	-0,005323
p - Value	0,525	0,115	0,377	0,882	0,782	0,470

Os diversos p – Value apresentados na tabela representam a significância para o teste de diferença de média para os retornos anormais acumulados das empresas emissoras de ADR's e dos segmentos tradicionais.

Sendo: *** Nível de Significância de 1%, ** Nível de Significância de 5% e * Nível de Significância de 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisar a Tabela 9 com os valores para o teste de média entre as empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3 e as empresas não emissoras de ADR's, o resultado foi mantido e sugerem não haver diferença entre as médias, não permitindo concluir que os valores

apresentados para os diversos CAR das empresas emissoras de ADR's, em sua maioria superiores em magnitude, são superiores estatisticamente em comparação com as empresas dos segmentos tradicionais.

Por último, foi realizado teste de média entre as empresas listadas nos segmentos diferenciados e emissoras de ADR's, simultaneamente, comparando com as empresas que não estavam listadas e nem eram emissoras de ADR's na data do evento.

Tabela 10: Teste de média para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e emissoras de ADR's nível 2 ou 3

	CARt	CAR -5_0	CAR 0_5	CAR 0_10	CAR -1_+1	Data do Evento
NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3	-0,003794	0,002437	-0,010177	-0,005666	-0,001815	0,000564
Não GC	0,015894	0,015302	-0,005386	0,000550	0,008257	-0,000131
p - Value	0,498	0,469	0,822	0,812	0,516	0,942

Os diversos *p* - Value apresentados na tabela representam a significância para o teste de diferença de média para os retornos anormais acumulados, simultaneamente dos segmentos de listagem diferenciados da

BM&FBOVESPA e emissoras de ADR's.

Sendo: *** Nível de Significância de 1%, ** Nível de Significância de 5% e * Nível de Significância de 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor

Diferentemente dos valores apresentados nas Tabelas 8 e 9, a Tabela 10 apresenta uma maior quantidade de valores maiores para as empresas não listadas nos segmentos diferenciados e também não emissora de ADR's, porém não foram comprovados estatisticamente que as médias são diferentes.

Foram realizados testes excluindo os *outliers* da amostra. Analisando o gráfico *boxplot*, realizou-se os testes apresentados nesta seção considerando apenas o conjunto de dados compreendidos entre o Q1(Quartil inferior) e o Q3 (Quartil superior), resultando em 371 observações. Os resultados apresentados mantiveram-se semelhantes aos observados até este momento, confluindo para a teoria de que os investidores não ponderam positivamente a listagem em segmentos diferenciados ou a emissão de ADR's como sinais críveis e capazes de alterarem a percepção do mercado para tal.

Embora haja evidências de que a listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA influencia positivamente a acurácia dos analistas de mercado (DALMACIO, 2009), podendo este ser justificado pelo aumento nas informações disponíveis para análise (DECHOW e

SCHRAND, 2004), neste trabalho, os resultados encontrados sugerem a necessidade de discussão contínua entre os órgãos reguladores, empresas, investidores de um modo geral e a BM&FBOVESPA, uma vez que os investidores não interpretam a certificação estabelecida pela listagem no Novo Mercado ou Nível 2 e também da emissão de ADR's nível 2 ou 3 como sinalização positiva para o fato de possuírem mecanismos avançados de governança e com isto, ponderem positivamente esta questão quando estas empresas emitem anúncios de investimentos ao mercado.

Tal fato pode ser justificado pela enorme preocupação do mercado como um todo em fazer com que as informações divulgadas sejam fidedignas e reflitam a real situação da empresa e não necessariamente trate dos interesses dos investidores, dirimindo a possibilidade de expropriação de seus recursos.

4.1.1 Resultados para os Modelos 1, 2 e 3 – Sem PETROBRAS e VALE

Dada a quantidade expressiva de anúncios emitidos pela PETROBRAS e VALE, totalizando 79 anúncios durante o período investigado, sendo 17 de FA, 36 de JV e 26 de investimentos, foram realizados novos testes excluindo os eventos destas empresas.

A Tabela 11 sintetiza os resultados obtidos para os diversos CAR considerados neste trabalho desprezando os anúncios realizados pela empresas PETROBRAS e VALE durante o período de 2005 e 2010:

Tabela 11: CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Sem PETRO e VALE

	CARt	CAR -5_0	CAR 0_5	CAR 0_10	CAR -1_+1	Data do Evento
NM ou Nível 2	-0,002458	-0,003832	0,005566	0,003923	0,005592	0,002549
p - Value	0,848	0,665	0,975	0,794	0,784	0,301
ADR's 2 ou 3	0,002660	0,002624	0,000200	0,003050	0,003775	0,003014
p - Value	0,617	0,112	0,311	0,791	0,814	0,463
NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3	-0,003794	0,002437	-0,010177	-0,005666	-0,001815	0,000564
p - Value	0,665	0,116	0,333	0,762	0,817	0,26

A variável dependente utilizada nas regressões foi o retorno anormal acumulado, sendo o CARt, CAR -5_0, CAR 0_5, CAR 0_10, CAR -1_+1 e Data do Evento, respectivamente para os intervalos de -5 até 10 dias após a data do evento, de -5 até a data do evento, da data do evento até 5 dias após o anúncio, da data do evento até 10 dias após o anúncio, de -1 até 1 dia após o evento e a data do evento.

Os regressores são: NM ou Nível 2 (empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, sendo estes o Novo Mercado e o Nível 2), ADR's 2 ou 3 (empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3) e NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3 quando a empresa estava listada simultaneamente nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e era emissora de ADR's.

Os diversos p - Value apresentados na tabela representam a significância dos regressores ao calcular as regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para as diversas janelas investigadas. Sendo: *** Nível de Significância de 1%, ** Nível de Significância de 5% e * Nível de Significância de 10%.
Fonte: Elaborado pelo autor

Comparando os resultados obtidos com os resultados apresentados na Tabela 6, é possível notar que os valores obtidos para os diversos CAR considerando apenas as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA não sofreu variação, isso porque a PETROBRAS está listada no segmento tradicional da bolsa e a VALE está listada no Nível 1, ambas não consideradas como tendo práticas diferenciadas de governança.

Ao analisar os diversos CAR para as empresas emissoras de ADR's, é possível verificar uma variação nos valores, porém não confirmada estatisticamente quando realizado teste de média entre as amostras.

A Tabela 12 apresenta os resultados para os diversos CAR considerados neste trabalho para as empresas PETROBRAS e VALE:

Tabela 12: CAR para empresas PETROBRAS e VALE

	CARt	CAR -5_0	CAR 0_5	CAR 0_10	CAR -1_+1	Data do Evento
PETROBRAS	-0,003110	-0,003104	-0,001315	0,003041	-0,000068	0,003048
VALE	0,014974	0,007283	0,009639	0,009447	0,006496	0,001576

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados mantiveram-se consistentes com os apresentados anteriormente, considerando toda a amostra. Sendo assim, a amostra sem os anúncios emitidos pela PETROBRAS e VALE não apresentaram valores significantes para rejeitar a hipótese nula de que os níveis diferenciados de governança corporativa e a emissão de ADR's influenciam a reação do mercado, quando estas emitem anúncios de investimentos estratégicos ao mercado.

Portanto, os resultados encontrados sugerem não haver influência da *proxy* estabelecida neste trabalho como sinalização de boas práticas de governança, níveis diferenciados da BM&FBOVESPA e emissão de ADR's, na reação do mercado aos anúncios praticados por estas empresas. Desta forma, este processo de certificação estabelecido pela BM&FBOVESPA e pela SEC não é percebido pelos investidores no momento destes avaliarem os anúncios destas empresas.

4.1.2 Resultados para os Modelos 1, 2 e 3 – Sem Setor 5 – Financeiro

De modo semelhante ao realizado com a exclusão dos anúncios realizados pela PETROBRAS e VALE, foram excluídos da amostra 95 anúncios de empresas do setor financeiro a fim de verificar se estes influenciam diretamente no resultado..

A Tabela 13, apresentada abaixo, demonstra os resultados obtidos para os diversos CAR considerados neste trabalho com a exclusão dos anúncios realizados pelas empresas do setor financeiro:

Tabela 13: CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Sem Setor 5 - Financeiro

	CAR _t	CAR _{-5_0}	CAR _{0_5}	CAR _{0_10}	CAR _{-1_+1}	Data do Evento
NM ou Nível 2	-0,004296	-0,004995	0,004217	0,002823	0,005718	0,004322
p - Value	0,435	0,840	0,862	0,519	0,784	0,993
ADR's 2 ou 3	0,006306	0,003305	0,000770	0,004696	0,003686	0,001695
p - Value	0,348	0,064 *	0,331	0,872	0,869	0,816
NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3	-0,001845	0,002627	-0,011827	-0,005866	-0,001946	-0,001394
p - Value	0,608	0,13	0,342	0,5181	0,898	0,608

A variável dependente utilizada nas regressões foi o retorno anormal acumulado, sendo o CAR_t, CAR_{-5_0}, CAR_{0_5}, CAR_{0_10}, CAR_{-1_+1} e Data do Evento, respectivamente para os intervalos de -5 até 10 dias após a data do evento, de -5 até a data do evento, da data do evento até 5 dias após o anúncio, da data do evento até 10 dias após o anúncio, de -1 até 1 dia após o evento e a data do evento.

Os regressores são: NM ou Nível 2 (empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, sendo estes o Novo Mercado e o Nível 2), ADR's 2 ou 3 (empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3) e NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3 quando a empresa estava listada simultaneamente nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e era emissora de ADR's.

Os diversos p - Value apresentados na tabela representam a significância dos regressores ao calcular as regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para as diversas janelas investigadas. Sendo:*** Nível de Significância de 1%,** Nível de Significância de 5% e* Nível de Significância de 10%
Fonte: Elaborado pelo autor

Com base na Tabela 13, é possível verificar que, mesmo excluindo os anúncios de empresas do setor financeiro, os resultados mantiveram consistentes, apresentando significância quanto à emissão de ADR nível 2 ou 3 apenas para o CAR composto pelo intervalo de -5 até a data do evento.

4.2 Testes de Robustez

Os resultados apresentados nesta seção têm como objetivo verificar a consistência dos dados apresentados utilizando variáveis de controle e modelos alternativos.

4.2.1 Variáveis de Controle

Dado que os resultados obtidos não permitem concluir, estatisticamente, que os retornos anormais médios acumulados das empresas listadas nos segmentos diferenciados de

governança da BM&FBOVESPA ou emissoras de ADR's, quando estas empresas emitem anúncios de investimentos estratégicos para o mercado são maiores do que os retornos anormais médios acumulados das demais empresas, utilizando as variáveis de controle a fim de verificar quais as variáveis independentes influenciam as diversas janelas estabelecidas para o CAR. O Quadro 5 apresenta um resumo com as variáveis de controle utilizadas neste modelo:

Variável de Controle	Definição
AtivoTotal	Contínua
ValorInvest	Contínua
EBIT	Contínua
Dívida_PL	Contínua
Ano 2005 - 2010	Binária
Setor de Atividade 1 - 10	Binária
FA	Binária
JV	Binária

Quadro 5 – Resumo das Variáveis de Controle

Fonte: Elaborado pelo autor

Adicionalmente aos modelos que tratavam apenas a listagem no Novo Mercado ou Nível 2 e a emissão de ADR's nível 2 ou 3, foram utilizados modelos mais abrangentes e com mais variáveis independentes, conforme modelo 4 apresentado a seguir, contemplando todas as variáveis de controle:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 GC_i + \beta_2 ADR_i + \beta_3 AtivoTotal_i + \beta_4 ValorInvest_i + \beta_5 EBIT_i + \beta_6 Dívida_PL_i + \beta_7 FA_i + \beta_8 JV_i + \sum_{k=1}^6 \theta_k Ano_k + \sum_{k=1}^{10} \theta_k SetordeAtividade_k + \varepsilon_i$$

Equação 9

com $i = 1, \dots, N$

Onde: CAR_i representa o retorno anormal médio acumulado para as diversas janelas estabelecidas: CAR_t , CAR_{-5_0} , CAR_{0_5} , CAR_{0_10} , CAR_{-1_+1} e Data do Evento;

ε_i representa o componente de erro do modelo.

Em 2010, as empresas de capital de aberto iniciaram o processo de conversão das demonstrações financeiras consolidadas para os padrões IFRS. Com isto, os valores que compõem as variáveis de controle para o ano de 2010 foram baseados nas demonstrações de 2009 com o intuito de dirimir potenciais problemas com a alteração do padrão.

Os resultados serão apresentados de maneira análoga a seção anterior, considerando as diversas janelas para o CAR e apresentando a significância de cada variável utilizada no modelo.

A Tabela 14 apresenta os resultados obtidos para o modelo considerando todas as variáveis de controle, conforme apresentado na Equação 9, para CAR_t , $CAR-5_0$ e $CAR0_5$. São apresentados os valores dos coeficientes, bem como os valores de *p-Value* para as diversas variáveis utilizadas.

Tabela 14: CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Variáveis de Controle - Parte 1

Variável	CARt		CAR -5_0		CAR 0_5	
	Coefficiente	p - Value	Coefficiente	p - Value	Coefficiente	p - Value
NM ou Nível 2	0,011934	0,661	-0,002750	0,875	0,026471	0,090 *
ADR's 2 ou 3	-0,002620	0,894	-0,002392	0,829	-0,015756	0,252
AtivoTotal	-0,008885	0,207	0,001208	0,774	-0,002612	0,543
ValorInvest	0,001960	0,551	0,001957	0,334	0,001090	0,638
EBIT	0,188896	0,113	-0,000552	0,995	0,257580	0,001 ***
Dívida_PL	-0,000871	0,799	-0,002026	0,251	0,001734	0,444
2005	0,004602	0,873	0,013461	0,447	0,009859	0,623
2006	0,041175	0,162	0,024187	0,144	0,033702	0,098 *
2007	0,015315	0,594	0,020662	0,242	0,005441	0,774
2008	0,022509	0,316	0,022619	0,143	-0,005797	0,701
2009	0,013089	0,680	-0,004415	0,802	0,021050	0,306
Setor 1 - Bens Industriais	-0,007877	0,851	-0,026689	0,206	0,017713	0,447
Setor 2 - Construção e Transporte	0,023582	0,524	0,006202	0,786	0,012189	0,595
Setor 3 - Consumo Cíclico	-0,012560	0,779	-0,042975	0,092 *	0,021790	0,419
Setor 4 - Consumo não Cíclico	0,010122	0,748	-0,002124	0,913	0,014398	0,479
Setor 5 - Financeiro e Outros	0,044097	0,191	-0,003998	0,842	0,055450	0,007 ***
Setor 6 - Materiais Básicos	0,069640	0,028 **	-0,015129	0,410	0,052116	0,006 ***
Setor 7 - Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,065886	0,071 *	-0,016548	0,437	0,044140	0,053 *
Setor 8 - Tecnologia da Informação	-0,019373	0,585	-0,029326	0,174	0,016369	0,463
Setor 9 - Telecomunicações	0,128144	0,039 **	0,026927	0,459	0,072666	0,002 ***
FA	0,049727	0,069 *	0,008722	0,601	0,042625	0,008 ***
JV	0,066027	0,140	0,023744	0,390	0,037500	0,214

A variável dependente utilizada nas regressões foi o retorno anormal acumulado, sendo o CARt, CAR -5_0, CAR 0_5, CAR 0_10, CAR -1_+1 e Data do Evento, respectivamente para os intervalos de -5 até 10 dias após a data do evento, de -5 até a data do evento, da data do evento até 5 dias após o anúncio, da data do evento até 10 dias após o anúncio, de -1 até 1 dia após o evento e a data do evento.

Os regressores são: NM ou Nível 2 (empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, sendo estes o Novo Mercado e o Nível 2), ADR's 2 ou 3 (empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3) e NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3 quando a empresa estava listada simultaneamente nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e era emissora de ADR's.

As variáveis Setor10 - Utilidade Pública e Ano 2010 foram omitidas da regressão para evitar colinearidade exata. Os diversos p - Value apresentados na tabela representam a significância dos regressores ao calcular as regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para as diversas janelas investigadas.

Sendo: *** Nível de Significância de 1%, ** Nível de Significância de 5% e * Nível de Significância de 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 15 apresenta os resultados obtidos para o modelo considerando todas as variáveis de controle, conforme apresentado na Equação 9, para CAR 0_10, CAR 0_10 e Data do Evento. São apresentados os valores dos coeficientes, bem como os valores de *p-Value* para as diversas variáveis utilizadas.

Tabela 15: CAR para empresas listadas no Novo Mercado ou Nível 2 e/ou emissoras de ADR's nível 2 ou 3 - Variáveis de Controle - Parte 2

Variável	CAR 0_10		CAR -1_+1		Data do Evento	
	Coefficiente	p - Value	Coefficiente	p - Value	Coefficiente	p - Value
NM ou Nível 2	0,021384	0,305	0,006088	0,646	0,006700	0,305
ADR's 2 ou 3	-0,006327	0,726	0,001769	0,890	-0,006100	0,374
AtivoTotal	-0,010833	0,061 *	-0,013180	0,088 *	-0,000739	0,719
ValorInvest	0,001580	0,572	0,001467	0,447	0,001577	0,192
EBIT	-0,006327	0,009 ***	0,142531	0,031 **	0,064429	0,038 **
Dívida_PL	0,002004	0,593	0,000264	0,876	0,000849	0,277
Ano - 2005	0,007065	0,771	0,014979	0,478	0,015924	0,068 *
Ano - 2006	0,032823	0,185	0,009791	0,598	0,015835	0,066 *
Ano - 2007	0,004675	0,839	0,002937	0,875	0,010021	0,305
Ano - 2008	0,002948	0,866	-0,002266	0,868	0,003058	0,645
Ano - 2009	0,016220	0,528	0,034866	0,314	-0,001284	0,886
Setor 1 - Bens Industriais	0,011335	0,782	-0,026620	0,080 *	-0,007477	0,467
Setor 2 - Construção e Transporte	0,010959	0,768	-0,011614	0,543	-0,006421	0,529
Setor 3 - Consumo Cíclico	0,014659	0,732	-0,038390	0,122	-0,015755	0,205
Setor 4 - Consumo não Cíclico	0,012828	0,709	-0,010348	0,485	0,000582	0,956
Setor 5 - Financeiro e Outros	0,052586	0,139	0,007940	0,581	0,004492	0,638
Setor 6 - Materiais Básicos	0,081812	0,018 **	0,028629	0,140	-0,002957	0,745
Setor 7 - Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,083085	0,030 **	0,038871	0,164	0,000652	0,951
Setor 8 - Tecnologia da Informação	0,005427	0,887	-0,026025	0,223	-0,004527	0,711
Setor 9 - Telecomunicações	0,111587	0,011 **	0,037050	0,478	0,010369	0,332
FA	0,052207	0,014 **	0,033008	0,015 **	0,011202	0,138
JV	0,067341	0,073 *	0,045001	0,043 **	0,025057	0,128

A variável dependente utilizada nas regressões foi o retorno anormal acumulado, sendo o CAR_t, CAR_{-5_0}, CAR_{0_5}, CAR_{0_10}, CAR_{-1_+1} e Data do Evento, respectivamente para os intervalos de -5 até 10 dias após a data do evento, de -5 até a data do evento, da data do evento até 5 dias após o anúncio, da data do evento até 10 dias após o anúncio, de -1 até 1 dia após o evento e a data do evento.

Os regressores são: NM ou Nível 2 (empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, sendo estes o Novo Mercado e o Nível 2), ADR's 2 ou 3 (empresas emissoras de ADR's nível 2 ou 3) e NM ou Nível 2 e ADR's 2 ou 3 quando a empresa estava listada simultaneamente nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e era emissora de ADR's.

As variáveis Setor10 - Utilidade Pública e Ano 2010 foram omitidas da regressão para evitar colinearidade exata. Os diversos p - Value apresentados na tabela representam a significância dos regressores ao calcular as regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para as diversas janelas investigadas.

Sendo: *** Nível de Significância de 1%, ** Nível de Significância de 5% e * Nível de Significância de 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisar as Tabelas com os resultados obtidos para o modelo considerando todas as variáveis de controle, apenas para o intervalo composto pela data do evento e os 5 dias posteriores foi encontrado significância para a variável referente à listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, sendo o coeficiente positivo. Já para a variável referente às empresas emissoras de ADR's, não foram encontrados resultados significantes para as 6 janelas investigadas neste trabalho.

Desta forma, não é possível concluir que a listagem em níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA ou a emissão de ADR's resulta em retornos anormais superiores em comparação com as empresas listadas nos demais segmentos.

Cabe destacar os resultados obtidos para a variável EBIT, onde foram encontrados valores significantes para o CAR 0_5, CAR 0_10, CAR -1_+1 e Data do Evento, sugerindo que o desempenho da empresa influencia nos retornos anormais para estas janelas.

4.2.2 Tipo de Anúncio

Com o intuito de verificar a influência de selos de práticas diferenciadas de governança para os 3 tipos de anúncios tratados neste trabalho (FA, JV e Investimentos), que à luz da Teoria da Sinalização, certificam estas práticas como diferenciadas em comparação com as demais empresas, foram realizadas regressões análogas às apresentadas anteriormente com todas as variáveis de controle, porém considerando na amostra apenas os anúncios de mesmo tipo.

Considerando apenas os anúncios de FA, foi encontrado resultado significativo para a variável para as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA apenas para a data do evento, sendo este significativo a 10% e o coeficiente positivo de 0,0101440.

Para os anúncios de JV, foram encontrados valores significantes para as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA para a Data do Evento, significativo a 10% e coeficiente de -0,136440, para o CAR0_1 o resultado foi significativo a 10% e coeficiente de -0,171849.

Para os anúncios de Investimentos, que contemplam anúncios de expansão, novo produto, novo mercado, P&D e nova planta fabril, não foram encontrados resultados significantes para

as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA ou emissoras de ADR's para nenhuma das janelas investigadas.

4.2.3 Efeito Fixo da Empresa

Com o objetivo de isolar o efeito fixo de cada empresa, foram selecionadas as empresas que emitiriam no mínimo 2 anúncios durante o período investigado. Para cada uma das empresas com mais de 1 anúncio, foi criada uma variável *dummy* a fim de observar a influência da empresa no CAR. Desta forma, a Equação 10, apresentada abaixo, demonstra como será constituído este modelo:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 GC_i + \beta_2 ADR_i + \sum_{k=1}^{82} \theta_k Dummy_Empresa_k + \text{Variáveis de Controle} + \varepsilon_i$$

Equação 10

Onde: CAR_i representa o retorno anormal médio acumulado para as diversas janelas estabelecidas: CAR_t , CAR_{-5_0} , CAR_{0_5} , CAR_{0_10} , CAR_{-1_+1} e Data do Evento;

$\theta_k Dummy_Empresa$ representa a variável *dummy* criada para as empresas que emitiram ao menos 2 anúncios no período.

ε_i representa o componente de erro do modelo.

Foram encontradas 82 empresas emissoras de ao menos 2 anúncios no período, sendo estas responsáveis por 525 anúncios. Sendo a VALE, com 41 anúncios, a empresa que mais emitiu anúncios, seguida pela PETROBRAS com 38 anúncios.

Os resultados obtidos mantiveram se consistentes com os observados para os outros modelos e devido à baixa quantidade de empresas que migraram de empresas dos segmentos de listagem não diferenciados para os diferenciados, ou seja, quando a empresa emitiu o primeiro anúncio ela estava listada ou no Nível 1 ou nos segmentos tradicionais, já quando a empresa emitiu outros anúncios estava listada ou no Nível 2 ou no Novo Mercado, não é possível tirar

nenhuma conclusão quanto à relevância ou não da migração da empresa de um nível menos exigente no que diz respeito à governança corporativa para outro mais exigente.

Os resultados encontrados sugerem que diversas empresas possuem significância estatística quando isoladas, sugerindo que o mercado pode reagir positiva ou negativamente aos anúncios de algumas empresas considerando apenas o fator empresa, independente do tipo de anúncio, o mercado reage, pois o anúncio foi emitido por uma empresa, que na média, tende a ter retornos anormais diferenciados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando a hipótese de eficiência informacional do mercado em sua forma semiforte, este trabalho, à luz da Teoria da Sinalização, teve como objetivo principal verificar a influência das certificações de práticas diferenciadas de governança corporativa por meio do cumprimento de exigências estabelecidas pela BM&FBOVESPA para aderir ao Novo Mercado e ao Nível 2, na reação do mercado quando estas empresas emitem anúncios de investimentos estratégicos. De maneira análoga, a emissão de ADR's nível 2 e 3 foi considerada como sinalização de práticas diferenciadas de governança.

Foram investigados 569 anúncios de investimentos estratégicos de 127 empresas de capital aberto, durante o período de janeiro de 2005 até dezembro de 2010. Investimento estratégico é toda e qualquer utilização de recursos empregados que resulta em oportunidade de crescimento para a empresa, neste trabalho são: fusões e aquisições (FA), *joint venture* (JV), investimentos em expansão ou construção de novas plantas fabris, investimentos em P&D (KESTER, 1984).

As janelas investigadas, de -5 até 10 dias após o evento, de -5 até a data do evento, da data do evento até +5 e +10, de -1 até +1 e apenas para a data do evento, teve como objetivo verificar o comportamento em diversos momentos, anteriores e posteriores ao anúncio. Com isto, é possível verificar um vazamento prévio das informações, onde pessoas diretamente ligadas com a transação auferem lucro de maneira ilegal com a negociação de ações no mercado. Estas pessoas são conhecidas como *insider information*.

Os resultados obtidos sugerem não haver, estatisticamente, influência da listagem em níveis diferenciados de governança corporativa ou da emissão de ADR's nos retornos obtidos pelas empresas durante as diversas janelas investigadas, sugerindo pouca influência destas práticas diferenciadas de governança na percepção do mercado quando estas empresas emitem anúncios de investimentos estratégicos para o mercado.

Testes desconsiderando os anúncios emitidos pela PETROBRAS e VALE, excluindo os anúncios emitidos por empresas do setor financeiro, com variáveis de controle, por tipo de anúncio e empresas com mais de 1 anúncio no período investigado foram realizados a fim de tornar os resultados mais robustos.

Cabe ressaltar que embora estatisticamente a hipótese de que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa e/ou emissão ADR's resulte em um CAR superior tenha sido refutada, considerando apenas a magnitude dos resultados, os resultados obtidos para as diversas janelas de CAR sugerem haver influência de práticas diferenciadas de governança na percepção do mercado, resultando em uma CAR maior para as empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado e/ou emissoras de ADR' nível 2 e 3 em comparação com as empresas listadas nos segmentos tradicionais ou Nível 1.

Com base nos resultados encontrados, a discussão entre órgãos reguladores, empresas, mercado e a própria BM&FBOVESPA devem ser contínuas para que as exigências estabelecidas se tornem mais robustas e efetivamente agreguem valor aos anúncios praticados por empresas listadas nestes segmentos, uma vez que, os investidores tendem a ponderar positivamente os anúncios de empresas que efetivamente buscam a maximização de sua riqueza e onde a possibilidade de expropriação de riqueza do investidor é reduzida em função das práticas avançadas de governança corporativa.

Devido ao fato de a listagem em segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e da emissão de ADR's não serem consideradas como *proxies* perfeitas para práticas diferenciadas de governança, sugere-se pesquisas futuras utilizando outras *proxies* capazes de refletir o nível dos mecanismos de governança praticados pela empresa.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, Issue 3, p. 488-500, August, 1970.

ALLEN, F.; BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. **Princípios de Finanças Corporativas**. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

ANDERSON, Ronald C.; REEB David M. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. LVIII, n. 3, jun 2003.

ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v.38, n.1, p.5-14, jan./fev./mar. 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Glossário**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?idioma=P>. Acesso em: 05 jul. 2011.

BARBOSA, F. V.; CAMARGOS M. A de. Estudo de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração (PPGA/FEA/USP)**. São Paulo, v. 10, n. 3, pp. 1-20, jul./set. 2003.

BAR-YOSEF, S.; LIVNAT, J. Auditor selection: an incentive signaling approach. **Accounting and Business Research**, 1984.

BAUER, R. et al. Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. Working paper, EFMA 2004, **Basel Meetings paper**, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=444543>>. Acesso em 31 jul. 2011.

BHAT, G. et al. Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? **Accounting and Finance**, v.46, p. 715-735, 2006.

BHATTACHARYA, J.; RITTER, J. Innovation and Communication: Signalling with partial Disclosure. **Review of Economic Studies**, v.50, p. 331- 346, 1983.

BHATTACHARYA, J. Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy. **Bell Journal of Economics**, 1979.

BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. **Journal of Business**, v. 76, p. 455-475, 2003.

BISHOP, W. "Is he married?" marriage as information. **University of Toronto Law Journal**, v. 34, p. 245-263, 1984.

BLACK, Bernard. The Corporate governance behavior and market value of russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=263014>>. Acesso em 05 set. 2011.

BLACK, Bernard et al. Does Corporate governance predict firm's market values? evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BLACKWELL, D.W.; MARR, M.W.; SPIVEY, M.F. Plant-closing decisions and the market value of the firm. **Journal of Financial Economics**, v.26, n.2, p.277-288, Aug. 1990.

BLOSE, L.E.; SHIEH, J.C.P. Tobin's q-Ratio and market reaction to capital investment announcements. **The Financial Review**, Tallahassee, v.32, n.3, p.449-457, Aug. 1997.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 17 mai. 2011.

BRAINARD, S. L.; MARTIMORT, D. Strategic trade policy design with asymmetric information and public contracts. **Review of Economic Studies**, v. 63, p. 81-105, 1996.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v.8, p. 205-258, 1980.

BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm performance. **Working Paper**. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=586423>>. Acesso em 08 set. 2011.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial, accounting information and corporate governance. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, p. 65-87, 2003.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. Craig. **The Econometrics of Financial Markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, p. 781-794, 2002.

CARLSSON, Rolf H. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. New York: John Wiley, 2001.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 37 , n.3, p.19-32, julho/setembro 2002.

CHAN, S. H.; GAU, G. W.; WANG, K. Stock market reaction to capital investment decisions: Evidence from business relocations. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 30, p. 81-100, 1995.

CHAN, S. H.; KENSINGER, J.; W MARTIN, J. D. Corporate research and development expenditures and share value. **Journal of Financial Economics**, v. 26, p. 255-276, 1990.

CHEN, S. S.; HO, K. W. Market response to product-strategy and capital expenditure announcements in Singapore: investments opportunities and free cash flow. **Financial Management**, Tampa, v.26, p. 82-88, 1997

CHUNG, K.H.; WRIGHT, P.; CHAROENWONG, C. Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdã, v.22, n.1, p.41-60, Jan. 1998.

COFFEE, John C. The future as history: the prospects for global convergence in corporate finance and its implications. **Northwestern University Law Review**, v. 93, p. 641-708, 1999.

COOLIE, D. R.; HVIID, M. International procurement as a signal of export quality. **Economic Journal**, v.111, n. 470, p. 374-90, 1999.

DALMACIO, Flávia Zóboli. **Mecanismos de Governança e Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado Brasileiro: uma Análise sob a Perspectiva da Teoria da Sinalização**. Tese de Doutorado em Administração. Universidade de São Paulo, USP, 2009.

DALMACIO, Flávia Zóboli ; LOPES, Alexsandro Broedel ; REZENDE, Amaury José . **Governança corporativa e acurácia das previsões individuais dos analistas: uma análise no mercado brasileiro**. Em: 10º Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 2010. v. 1. p. 1-17.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. 2a. Edição. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DECHOW, P.; SCHRAND, C. Earnings quality. **The research foundation of CFA Institute**, 2004.

DOIDGE, Craig; STULZ, René; KAROLYI, Andrew. Why foreign firms listed in the U.S worth more? **Journal of Financial Economics**, v. 71, p. 205-238, 2004.

DURNEV, A.; KIM, Han.; To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **AFA**, v. 14, 2004.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**. v. 25, n. 2, p. 383-418, 1970.

_____. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**. v. 46, n. 5, p. 1575-1617, December 1991.

FAMA, Eugene F; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FAMÁ, Rubens *et al.* O anúncio de distribuição de dividendos e seu efeito sobre o preço das ações: um estudo empírico no Brasil. **Congresso USP de controladoria e Contabilidade**, 2003. Anais...São Paulo: USP.

FANTO, J.; KARMEL, R. A report on the attitudes of foreign companies regarding a U.S. listing. **Stanford journal of Law, business and finance**, v. 3, p. 143-162, 1997.

FARBER, Daniel A. Rights as signals. **Journal of Legal Studies**, v. 31, n.1, p. 83-98, 2002.

FARBER, David B. Restoring trust after fraud: does corporate governance matter? **The Accounting Review**, v. 80, p. 539-561, 2005.

GLAZER, A.; KONRAD, K. A signaling explanation for private charity. **American Economic Review**, v. 86, n. 4, p. 1019-1028, 1996.

GOMBOLA, M. J.; TSETSEKOS, G. P. The information content of plant closing announcements: evidence from financial profiles and the stock price reaction. **Financial Management**, v. 21, n. 2, p. 31-40, Summer 1992.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GROPPELLI, A.; NIKBAKHT, E. Administração Financeira. São Paulo: Saraiva, 2002.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em: 05 jul. 2011.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. v.3, n.4, p.305-360, October 1976.

JOHN, K. WILLIAMS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. **Journal of Finance**, 1985.

JONES, Edward A. E. Company Investment Announcements and the Market Value of the Firm. In: **European Financial Management Association Annual Meeting 2000**, Athens. Proceedings, 2000.

J.P. Morgan. Disponível em: <http://www.adr.com>. Acesso em: 22 ago. 2011.

KESTER, W. C. Today's options for tomorrow's growth. **Harvard Business Review**, pp. 153-160, March-April 1984.

KIRMANI, A; RAO, A.. No Pain, No Gain: A critical review of the literature on signaling unobservable product quality. **The Journal of Marketing**, v. 64, p. 66-79, 2000.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Working paper**, World Bank Policy Research, n. 2818, 2002.

KLEIN, L. S.; O'BRIEN, T. J.; PETERS, S. R. Debt vs. equity and asymmetric information: a review. **The Financial Review**, v. 37, n. 3, p. 317-349, 2002.

KPMG e FIPECAPÍ. A governança corporativa e o mercado de capitais. Disponível em: <http://www.fipecafi.org/palestras/ceg-ciclo-de-debates-em-governanca-corporativa-a-governanca-corporativa-e-o-mercado-de-capitais/estudo-kpmg-ceg.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2011.

LAMB, R. A decisão de investimento nas empresas e a reação do mercado de capitais: uma abordagem informacional. Dissertação de Mestrado. **Universidade Federal do Rio Grande do Sul**, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil, 1993.

LAPAN, H.; SANDLER, T. Terrorism and signaling. **European Journal of Political Economy**, v. 9, n. 3, p. 383-397, 1993.

LANG, Mark H.; LUNDHOLM, Russell J. Corporate disclosure policy and analyst behavior. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 467-492, 1996.

LA PORTA, R. *et al.* Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n.3, 1997.

_____. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113 - 1155, 1998.

_____. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LARCKER, D.; RICHARDSON, S.; TUNA, Irem. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **The accounting review**, v.82, n.4, p. 963-1008, 2007.

LEAL, Ricardo, P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André, L. Corporate governance and value in Brazil (and Chile). **Research Network Working Paper**, n. R-514, Coppead Graduate School of Business at the Federal University of Rio de Janeiro, 2005.

LELAND, H.; PYLE, D. H. Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

LOPES, A. B.; WALKER, Martin. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **Working paper**, 2008. Disponível em : <<http://ssrn.com/abstract=1095781>> . Acesso em 13 mai. 2011.

LUCCHESI, E. P; FAMÁ, R. O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v.42, n.2, p.249-260, abr./maio/jun. 2007.

LYNCH, R. P. **The Practical Guide to Joint Ventures and Corporate Alliances**. New York: Wiley, 1989.

MACKINLAY, A. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v.35, p.13-39, 1997.

McCONNELL, J. J.; MUSCARELLA, C. J. Corporate Capital Expenditures Decisions and the Market Value of the Firm. **Journal of Financial Economics**. v. 14, p. 399-422, 1985.

McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. **Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3; p. 626, Jun 1997.

MILLER, M.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 40, n.4, p. 1031-1051, 1985.

MINARDI, Andréa M. A. F. Retornos passados prevêm retornos futuros? **RAE-eletrônica**, v. 3, n. 2, Art. 14, jul./dez. 2004.

MITTOO, U. Managerial perceptions of the net benefits of foreign listing: Canadian evidence. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 4, p. 40-62, 1992.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, Chicago, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, pp. 187-221, 1984.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Dividend yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **In: XXVI ENANPAD**, Anais... Salvador (BA), set. 2002, 15 p.

OLIVEIRA NETO, Luis E.; KAYO, Eduardo K.; BARROS, Lucas A. A formação de alianças estratégicas no Brasil e a criação de valor para as empresas participantes: um estudo de evento. **Revista de Administração - eletrônica, Universidade de São Paulo (RAUSP-e)**, v.1, n.2, 2008.

OLIVEIRA NETO, Luis E. **O impacto das decisões de investimentos estratégicos sobre o valor de mercado das empresas quando tomadas por gestores otimistas e excessivamente confiantes**. Tese de Doutorado em Administração. Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2011.

PATROCÍNIO, Mauricio Réa. **Ativos intangíveis e a criação de valor em operações de aquisição: uma análise sob o ponto de vista da empresa adquirente**. Dissertação de mestrado. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2005.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ; R. Uma Alternativa de Crescimento para o Mercado de Capitais Brasileiro - O Novo Mercado, **In: V SEMEAD – Seminários em Administração FEA/USP**, São Paulo, 2001.

ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: the incentive-signalng approach. **Bell Journal of Economics**, 1977.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

ROWTHORN, R. **Marriage as a signal**. Cambridge: Cambridge University Press, p. 179-211, 2002.

SAVAGE, Leonard J. **The Foundations of Statistics**. New York: Wiley, 1954.

SEPE, J. F.; STATMAN, M. Project termination announcements and the market value of the firm. **Financial Management**, v.18, n.4, p.74-81, Winter 1989.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n.2, pp. 737-783, 1997.

SCHRAND, Catherine M.; ZECHMAN, Sarah L. C. *Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fraud*. **Working Paper**, December 2008.

SHY, O. Exporting as a signal for product quality. **Economica**, v. 67, p. 79-90, 2000.

SILVEIRA, Alexandre M. **governança corporativa e estrutura de propriedade: determinants e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese de Doutorado em Administração. Universidade de São Paulo, USP, 2004.

_____. *et al.* O Impacto das Decisões de Investimento das Empresas sobre o Valor de Mercado das suas Ações. **In: IX SEMEAD – Seminários em Administração FEA/USP**, São Paulo, 2006.

_____. *et al.* Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v.44, n.3, p.173-189, jul./ago./set. 2007.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A. B. de C. **Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil**. Working Paper, jun. 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=923310>. Acesso em 06 de fev. 2011.

SLOAN, R. G. Financial accounting information and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 335-347, 2001.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de Evento: o Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal. **In: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração**, XXVI. Salvador: ANPAD, set. 2002.

SPENCE, A. Michael. Job market signaling. **The quarterly journal of economics**, v.83, n. 3, p. 355-374, 1973.

SZEWCZYK, S.H.; TSETSEKOS, G.P.; ZANTOUT, Z. The valuation of corporate P&D expenditures: evidence from investment opportunities and free cash flow. **Financial Management**, v.25, n.1, p.105-110, 1996.

TREBILCOCK, M. J. **Marriage as a signal**. In: BUCKLEY, F. H. The fall and rise of freedom of contract. Durham, NC: Duke University press, p. 245-255, 1999.

TSETSEKOS, G.P.; ZANTOUT, Z. The wealth effects of announcements of R&D expenditure increases. **The Journal of Financial Research**, v.17, n.2, p.205-216, 1994.

UHLLENBRUCK, K.; HITT, M.A.; SEMADENI, M. Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 10, p. 899-913, 2006.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? **Working Paper**, dez. 2004. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556032. Acesso em: 31/07/2011.

WESTON, J. Fred, SIU, Juan A.; JOHNSON, Brian A. **Takeovers, restructuring, & corporate governance**. 3a ed. New Jersey: Prentice Hall, 2001.

WOOLRIDGE, J. Randall; SNOW, Charles C. Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 5, p. 353-363, 1990.