

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

LÓREN CRISTINA NEVES

**Estudo Empírico sobre o Comportamento do retorno e
da liquidez média das ações no Mercado Acionário
Brasileiro das Empresas que emitiram ADRs na NYSE
e das que aderiram ao Novo Mercado.**

Uberlândia
2007

LÓREN CRISTINA NEVES

Estudo Empírico sobre o Comportamento do retorno e da liquidez média das ações no Mercado Acionário Brasileiro das Empresas que emitiram ADRs na NYSE e das que aderiram ao Novo Mercado.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Controladoria e Finanças.

Orientadora: Profa. Dra. Sirlei Lemes.

Uberlândia
2007

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

N518e Neves, Lóren Cristina, 1981-

Estudo empírico sobre o comportamento do retorno e da liquidez média das ações no mercado acionário brasileiro das empresas que emitem ADRs na NYSE e das que aderiram ao novo mercado / Loren Cristina Neves. - 2007.

97 f. : il.

Orientadora: Sirlei Lemes.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração.

Inclui bibliografia.

1. Governança corporativa - Teses. 2. Bolsa de valores - Teses. I. Lemes, Sirlei. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus, que sempre me abençoou de forma incondicional.

A minha família: meus pais Cláudio e Vilmênia, que sempre contribuíram para o meu desenvolvimento acadêmico, pessoal e profissional; aos meus irmãos: Luzimare, Cláudio, Guilherme e Jorge, que mais uma vez compreenderam a minha ausência; aos meus queridos sobrinhos: João Pedro, Ana Clara, Luiz Cláudio e Maria Luiza.

Ao meu amor: Célio José Victal de Carvalho, que muito me apoiou durante o período da elaboração deste trabalho. Você é o meu porto seguro!

A orientadora, Professora Doutora Sirlei Lemes, pela sua humildade, competência e orientação deste trabalho. As suas críticas e sugestões despendidas ao longo deste trabalho contribuíram para a sua realização.

Aos Professores Doutores: Germano Mendes de Paula e Marcelo Tavares, que também me orientaram para o desenvolvimento deste trabalho. Por meio deles, agradeço a todos os demais professores que contribuíram para a minha formação acadêmica.

A amiga Laena T. Monteiro, pela amizade e compreensão apesar da distância.

Aos colegas de trabalho, Edilane Gonçalves de Oliveira, Jean Carlos Borges, Luciana Ferreira Neves Vasconcelos, que acreditaram em mim e apoiaram-me na realização desta conquista.

À Universidade Federal de Uberlândia, pela oportunidade de crescimento profissional e pessoal.

Aos demais colegas e a todas as pessoas que, de certa forma, auxiliaram na concretização deste trabalho.

**“Não é porque as coisas são difíceis que nós não ousamos;
é porque nós não ousamos que elas são difíceis.”**

Sêneca

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - FASES DO ESTUDO DE EVENTO.....	62
FIGURA 2 - LINHA DO TEMPO – ESTUDO DE EVENTO	63
FIGURA 3 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DOS RETORNOS PELA FORMA TRADICIONAL	65
FIGURA 4 - DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIA DOS RETORNOS PELA FORMA LOGARÍTMICA	66
FIGURA 5 - COMPORTAMENTO DOS RETORNOS ANORMAIS DAS EMPRESAS NO NOVO MERCADO E COM ADRS NA NYSE.....	76
FIGURA 6 - COMPORTAMENTO DOS RETORNOS ANORMAIS DAS AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS DAS EMPRESAS QUE EMITEM ADRS NA NYSE	77
FIGURA 7 - COMPORTAMENTO DA LIQUIDEZ MÉDIA - NOVO MERCADO.	82
FIGURA 8 - COMPORTAMENTO DA LIQUIDEZ MÉDIA - AÇÕES ORDINÁRIAS (NYSE).	83
FIGURA 9 - COMPORTAMENTO DA LIQUIDEZ MÉDIA - AÇÕES PREFERENCIAIS (NYSE).	83
QUADRO 1 - QUANTIDADE DE EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA.....	26
QUADRO 2 - MOTIVOS DA POUCA ADOÇÃO DO TEMA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	28
QUADRO 3 - INCENTIVOS PRESENTES NA ATUAÇÃO DOS ADMINISTRADORES.....	30
QUADRO 4 - EXIGÊNCIAS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	36
QUADRO 5 - EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO.....	41
QUADRO 6 - PROCESSO DE EMISSÃO POR TIPO DE DEPOSITARY RECEIPT	45
QUADRO 7 - LEI SARBANES-OXLEY E LEGISLAÇÃO DO BRASIL	51
QUADRO 8 - EMPRESAS QUE EMITEM ADR NA BOLSA NYSE.....	53
QUADRO 9 - TRABALHOS EMPÍRICOS SOBRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO BRASILEIRO..	55
QUADRO 10 – RESUMO DOS TRABALHOS A RESPEITO DA DUPLA LISTAGEM.	58
QUADRO 11 - NÍVEIS DE EFICIÊNCIA E NOVAS CLASSIFICAÇÕES	60
QUADRO 12 - EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA DO NOVO MERCADO.....	72
QUADRO 13 - CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS PARA ATENDIMENTO A SEC.....	73
QUADRO 14 - EMPRESAS COM AÇÕES ORDINÁRIAS NA BOVESPA QUE EMITEM ADR NA NYSE.....	74
QUADRO 15 - EMPRESAS COM AÇÕES PREFERENCIAIS NA BOVESPA QUE EMITEM ADR NA NYSE	75

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - NÚMERO DE DR'S DE EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA NA NYSE.....	46
TABELA 2 - NÚMERO DE DR'S DE EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA NA NYSE EM OUTUBRO DE 2007.....	46
TABELA 3 - "TESTE-T" DAS AMOSTRAS NOVO MERCADO E NYSE.....	79
TABELA 4 - "TESTE-T" DA AMOSTRA DAS AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS DAS EMPRESAS COM ADRS NA BOLSA DE NYSE.....	81
TABELA 5 - "TESTE-T" DO COMPORTAMENTO DA LIQUIDEZ MÉDIA DO NOVO MERCADO EM RELAÇÃO À LIQUIDEZ MÉDIA DAS AÇÕES ORDINÁRIAS (NYSE)	85
TABELA 6 - "TESTE-T" DO COMPORTAMENTO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS E DAS AÇÕES ORDINÁRIAS DAS EMPRESAS EMISSORAS DE ADRS (NYSE)	87

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR: *American Depositary Reception*

ANPAD: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração

APT: *Arbitrage Pricing Theory*

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

CEO: *Cheif Executive Officer*

CFO: *Cheif Financial Officer*

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

DEP: Demonstrações Financeiras Padronizadas

DR: *Depositary Reception*

EUA: Estados Unidos da América

GRD: *Global Depositary Reception*

HEM: Hipótese de Eficiência de Mercado

IAS: *International Accounting Standards*

IASB: *International Accounting Standards Board*

IAN: Informação Anual

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IDR: *International Depositary Reception*

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

IGC: Índice de Governança Corporativa

IPO: *Initial Public Offering*

ITR: Informação Trimestral

NDGC: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

NYSE: *New York Stock Exchange*

OLS: Mínimos Quadrados Ordinários

OTC: *Over the Counter*

PORTAL: *Private Offerings, Resales and Trading Trough Automated Linkaged*

QIB: *Qualified Institucional Buyers*

SEC: *Securities and Exchange Comission*

SOX: Lei Sarbanes-Oxley

SPSS: Statistical Package for the Social Sciences

US GAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	12
1.1	OBJETIVOS	14
1.1.1	<i>Objetivo Geral.....</i>	<i>14</i>
1.1.2	<i>Objetivos Específicos.....</i>	<i>15</i>
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA.....	16
1.3	RELEVÂNCIA DO TEMA	17
2	METODOLOGIA DE PESQUISA.....	20
3	REFERENCIAL TEÓRICO.....	22
3.1	O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL.....	23
3.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA	27
3.2.1	<i>Níveis de Governança Corporativa.....</i>	<i>34</i>
3.3	TÍTULOS TRANSFRONTEIRIÇOS: ADR – AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS	42
3.4	LEI SARBANES-OXLEY	47
3.5	EFEITOS DA DUPLA LISTAGEM E DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA	54
3.6	EFICIÊNCIA DE MERCADO	58
4	METODOLOGIA.....	61
4.1	ESTUDO DE EVENTOS	61
4.1.1	DEFINIÇÃO DO EVENTO	62
4.1.2	SELEÇÃO DA AMOSTRA	64
4.1.3	MEDIÇÃO DO RETORNO ESPERADO E ANORMAL	64
4.1.4	PROCEDIMENTO DE ESTIMAÇÃO E PROCEDIMENTO DE TESTE.....	68
4.1.5	RESULTADOS EMPÍRICOS, INTERPRETAÇÕES E CONCLUSÕES PARA O ESTUDO DE EVENTOS	69
4.2	PROCEDIMENTO PARA ANÁLISE DA LIQUIDEZ MÉDIA.....	70
5	RESULTADOS DOS TESTES EMPÍRICOS	71
5.1	PREMISSAS DA SELEÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS	71
5.2	ANÁLISE DOS RESULTADOS	76
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	89
7	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	92

RESUMO

Os efeitos no retorno e na liquidez média das ações, diante das duas situações: quando empresas aderem e atendem aos requisitos do Novo Mercado e quando empresas emitem ADRs e, por conseguinte, atendem aos requisitos da Sarbanes-Oxley são avaliados neste trabalho por meio do método de Estudo de Eventos. Os eventos considerados foram as datas de adesão ao Novo Mercado e as datas de depósito do formulário 20-F na SEC, após o prazo limite de adequação das empresas estrangeira à Lei. O teste-t de *Student*, em um nível de significância de 5%, foi utilizado para os índices de desempenho dos retornos anormais e da liquidez média, no período de (-15) a (+15) dias ao redor das datas dos eventos. Os resultados evidenciam que não existem diferenças estatísticas que permitam afirmar que há valorização do retorno das empresas que emitem ADRs na NYSE, em relação às empresas que estão listadas no Novo Mercado. Também não foram identificadas diferenças estatísticas no comportamento da liquidez média das ações dessas empresas. No entanto são apontadas diferenças estatísticas no comportamento da liquidez das ações preferenciais em relação às ações ordinárias das empresas que emitem ADRs na NYSE.

Palavras-chave: Novo Mercado; Lei Sarbanes-Oxley; ADRs; Estudo de Eventos.

ABSTRACT

The effects in market increase and in average liquidity of the shares, in the two situations: when some companies adept and adopt the requirements of New Market and when some companies emission ADRs, and so meet the requirements of Sarbanes-Oxley are assessed in this research using the methodology Event Study. The events considerate were the dates of adept New Market and the dates of deposit form 20-F in SEC, after the time limit of adjustments for meet the law. The test-t of Student assuming a level of significance the 5% was used for index performance of the abnormal return and the average liquidity, in the period (-15) to (+15) days around the events dates. The results highlight that didn't have statistic differences that allow affirm that Brazilian market increase more value to the companies that issues ADRs in NYSE. And the statistics differences in behavior of the average liquidity of the shares in these companies didn't have. However, they noted statistics differences in the behavior of the average liquidity of the preference shares on the ordinary shares in the companies that issues ADRs in NYSE.

Keywords: New Market; Sarbanes-Oxley law; ADRs; Event Study.

1 Introdução

O presente estudo é uma pesquisa empírica, a qual aborda uma das dimensões do tema governança corporativa, uma vez que esse tema refere-se aos mecanismos adotados pelas empresas para se tornarem mais transparentes, reduzirem a assimetria de informações e, conseqüentemente, apresentarem-se mais atraentes aos investidores do mercado de ações.

A ausência de governança corporativa pode resultar, por exemplo, em manipulação dos resultados da empresa, na utilização de informações privilegiadas em benefícios próprios, ocasionar problemas de conflito de interesses, tais como os ocorridos com as empresas: a *Enron*, a *Tyco* e a *Worldcom* e outras.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou os níveis diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, destinados a empresas que se comprometam, voluntariamente, a adotar práticas de governança adicionais às exigidas na legislação e, conseqüentemente, disponibilizar mais informações ao mercado. No cenário de negociações de ações, a exigência dos investidores pela qualidade da evidenciação das empresas de capital aberto tornou-se atributo indispensável para que possam investir com mais segurança.

Os investidores, com mais informações, estariam mais seguros para investir, o que, portanto, aumentaria a demanda por ações das empresas que adotam práticas de governança adicionais, ocasionando um aumento da liquidez das suas ações. Segundo Martins, Silva e Nardi (2006, p.3), entre os diversos benefícios apontados pela BOVESPA, para as empresas de capital aberto que aderirem aos níveis diferenciados de governança, encontra-se o aumento de liquidez.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1999), a liquidez está relacionada com a agilidade e a facilidade com que um bem se transforma em dinheiro. Ao considerar o mercado acionário, Amihud e Mendelson (2000) e Ross, Westerfield e Jaffe (2005) afirmam que liquidez é a agilidade com que o dinheiro se converte em ação, e a ação se converte em dinheiro. Portanto, conclui-se que a liquidez das ações está fortemente relacionada com a negociabilidade dessas. No entanto o aumento da liquidez pode ser interpretado como a redução da assimetria de informações entre gestores e investidores.

De acordo com Carvalho (2003, p.3), diversos estudos como os realizados por La Porta *et al* (1997), Gleaser, Johnson e Shleifer (2001) destacam que o desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado de capitais depende do nível

de proteção aos investidores minoritários. Com o intuito de alcançar a proteção aos minoritários e a redução da assimetria de informações entre gestores e investidores, surgiram medidas formais de Governança Corporativa, dentre elas, as que são foco deste trabalho: o Novo Mercado e a lei Sarbanes-Oxley.

Além disso, os investidores estão assumindo posturas mais fortes e intervencionistas: buscam a compatibilização ótima entre retornos e riscos (*trade off*) e diversificam globalmente suas carteiras, como conseqüência, há uma profusão de códigos de governança corporativa.

Adicionalmente, as autoridades reguladoras nos Estados Unidos reagiram aos escândalos corporativos e uma resposta rápida foi uma regulação legal mais abrangente e mais severa, como a Lei Sarbanes-Oxley.

A Sarbanes-Oxley (SOX) é uma lei que estabelece regras de transparência às empresas com ações nos Estados Unidos. Ela determina, inclusive, o envolvimento individual dos responsáveis pelas informações contidas nas demonstrações financeiras.

No Brasil, o Novo Mercado é um segmento no qual as empresas que possuem ações na BOVESPA podem se comprometer a adotar práticas de Governança Corporativa e *disclosure* adicionais em relação aos exigidos pela legislação. O principal diferencial do Novo Mercado é a proibição referente à emissão de ações preferenciais. A SOX e o Novo Mercado serão mais detalhados nas seções 3.2 e 3.4 deste trabalho.

Vale ressaltar que, de acordo com De Paula (2003, p. 13-19), é conveniente aglutinar os temas relacionados com a governança corporativa em três dimensões principais: estrutura de propriedade, práticas e políticas públicas.

Com relação à estrutura de propriedade, a preocupação principal está na análise do grau de pulverização e de concentração da propriedade de ações. Empresas que possuem ações mais pulverizadas tendem a uma melhor separação entre a propriedade e gestão, enquanto que, nas empresas que possuem ações concentradas, geralmente, existe uma sobreposição entre propriedade e gestão.

Em estruturas de propriedades mais concentradas, por meio de classes distintas de ações, os direitos a votos dos acionistas majoritários (ações ordinárias) se dissociam dos direitos sobre os fluxos de caixa (ações preferenciais). Assim, um ou poucos acionistas detêm uma grande fatia das ações com direito a voto e, por conseguinte, substancial poder sobre os executivos. As empresas que aderiram ao Novo Mercado estão proibidas de emitir ações preferenciais, possivelmente, com o intuito de

evitar, ou ao menos reduzir, o conflito de expropriação, caracterizado pelo conflito de interesses entre majoritários e minoritários.

Quanto às práticas de governança corporativa, priorizam três aspectos: o Conselho de Administração; os direitos dos acionistas minoritários; e a transparência e integridade das informações. Essas práticas são adotadas tanto pelas empresas que aderiram ao Novo Mercado, quanto pelas empresas que atendem aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley.

A terceira dimensão da governança corporativa é representada pelas políticas públicas, que dizem respeito ao aparato legal relativo à proteção dos acionistas minoritários, como se pode observar na SOX; ao papel de fiscalização do Estado quanto à conduta das empresas e aos mecanismos de indução na direção de melhores práticas de governança corporativa.

O Novo Mercado e a SOX, apesar de se enquadrarem mais em uma determinada dimensão da governança corporativa, o primeiro está mais direcionado à dimensão - estrutura de propriedade, e a segunda está mais próxima da terceira dimensão - políticas públicas; ambos estão permeados por práticas de governança, dentre elas, a transparência e a integridade das informações disponibilizadas ao mercado acionário.

Devido à abrangência do mercado acionário e a possibilidade de ampliar as fontes de captação de recursos financeiros a custos menores, algumas empresas brasileiras buscam captar recursos financeiros de países desenvolvidos por meio da emissão de títulos negociados fora do Brasil, denominados DRs (*Depositary Receipts*). Os títulos negociados nos Estados Unidos são definidos como ADR (*American Depositary Receipts*). As empresas emissoras de ADR II e III, mais detalhados na seção 3.3, estão sujeitas a atender aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

Nesse sentido, este trabalho desenvolve um estudo cujo objetivo principal é investigar quais são os efeitos no retorno e na liquidez média das ações no mercado brasileiro diante das duas situações: quando empresas aderem e atendem aos requisitos do Novo Mercado e quando empresas emitem ADR e, por conseguinte, atendem aos

requisitos da Sarbanes-Oxley. Cabe ressaltar que empresas que aderem ao Novo Mercado podem não ser as mesmas que emitem ADR.

Ao considerar que o envolvimento individual dos gestores nas informações prestadas tende a inibir a manipulação dos resultados e as ações fraudulentas na geração das informações e, logicamente, amplia a credibilidade do mercado.

A SOX exige que o presidente e o diretor financeiro da companhia divulguem um relatório sobre a efetividade dos controles internos e da elaboração das demonstrações financeiras, juntamente com os relatórios anuais. Tal exigência não é realizada pela legislação brasileira, logo a primeira hipótese H_0 a ser testada é:

H_0 : O mercado de ações brasileiro reage positivamente, quando as empresas emitem ADRs e, conseqüentemente, atendem aos requisitos da Sarbanes-Oxley comparativamente ao Novo Mercado.

Ao levar em conta que as empresas, quando disponibilizam mais informações, tendem a aumentar a liquidez de suas ações, já que há uma redução da assimetria de informações entre a empresa e os investidores. Isso ocorre de forma espontânea para as empresas que aderem ao Novo Mercado, a segunda hipótese H_0 a ser testada é:

H_0 : As empresas, quando aderem ao Novo Mercado, tornam-se mais líquidas que as empresas ao atendem aos requisitos da SOX.

1.1.2 Objetivos Específicos

“Os objetivos específicos funcionam como meios que conduzirão à explicação do objetivo geral nos estudos científicos”. (CHACON *et al*, 2004, p.102). Portanto, os objetivos pontuais que auxiliam no entendimento do objetivo geral, além de direcionar o estudo em questão, são:

- a) Apresentar as principais características do mercado de ações no Brasil.
- b) Abordar as questões de governança corporativa relacionadas com o objetivo do trabalho.
- c) Analisar o comportamento do mercado acionário brasileiro em relação às empresas que aderem ao Novo Mercado.
- d) Analisar o comportamento do mercado acionário brasileiro em relação às empresas que emitem ADRs.

e) Tipificar o comportamento do mercado acionário brasileiro com relação aos fatores das letras “c” e “d” mencionadas acima.

f) Analisar o comportamento da liquidez média das ações das empresas que aderem ao Novo Mercado e das empresas que emitem ADRs e, portanto, atendem aos requisitos da SOX.

1.2 Problema de Pesquisa

Tendo em vista que o mercado pode reagir de diversas maneiras diante das informações publicadas, o presente estudo busca responder à seguinte questão: Quais os impactos no preço e na liquidez das ações das empresas brasileiras que atenderam aos requisitos da Sarbanes-Oxley e daquelas que aderiram ao Novo Mercado?

Mediante a restrição imposta às empresas que aderem ao Novo Mercado quanto à proibição de emissão de ações preferenciais, para responder ao problema de pesquisa, serão consideradas somente as ações ordinárias das empresas listadas na BOVESPA que aderiram ao Novo Mercado e das que emitem ADRs. No entanto, serão realizadas comparações entre os tipos de ações: ordinárias e preferências das empresas que emitem ADRs.

1.3 Relevância do Tema

A governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de princípios e práticas adotadas pelas empresas para adequarem a sua gestão e geração de informações às diferentes partes interessadas. É por meio das boas práticas de governança que se podem reduzir os conflitos de agência (*agency theory*), que ocorrem quando o acionista (principal) delega aos agentes (executivos) as decisões para maximizar os retornos dos investimentos; porém os comportamentos oportunistas dos agentes podem conflitar com os objetivos dos acionistas.

O conflito de agência figura como um dos principais problemas que fundamenta a necessidade de fortalecimento do tema governança corporativa e, principalmente, da função financeira de maximização de retornos aos acionistas, devido a sua peculiaridade. Em face disto, várias ações são implementadas pelas empresas com o objetivo de minimizar o impacto na gestão das organizações e melhorar sua imagem diante do mercado de ações.

Segundo Lopes e Martins (2005, p.44), os investidores adotam medidas para se protegerem das ações dos administradores, porém o nível de proteção adicional pode variar de acordo com o país onde a empresa está inserida, já que o sistema legal e sua aplicação diferem entre países. Os investidores necessitarão de menos proteção em países nos quais as leis são cumpridas.

Diante disso, o conceito de *enforcement*, que se refere às mudanças nas leis e nos mecanismos de cumprimento dessas em direção a um padrão desejável de proteção ao investidor, é reforçado. No entanto, para essa convergência legal, que protege os investidores estrangeiros de portfólio, os países necessitam de reformas quanto ao aparato legal, regulatório e judicial.

Como os planos estratégicos a serem seguidos pelas empresas são propostos pelos administradores e nem sempre consensados com os acionistas, projetos que atendem mais aos interesses dos administradores que aos dos acionistas podem ser implementados. Assim, reações organizadas dos acionistas podem ser observadas na origem dos primeiros códigos de governança. Os acionistas se rebelaram contra as práticas viciosas dos gestores ao longo dos anos, dentre elas, as manipulações contábeis para forjar resultados.

Conforme mencionado por Andrade e Rossetti (2004, p. 46), a reação contrária dos acionistas às práticas viciosas adotadas por administradores pode ser definida como uma espécie de *empowerment* dos acionistas, ou seja, uma força que se posicionou favoravelmente às mudanças que levaram ao despertar da governança corporativa.

As dificuldades de alteração e adoção de padrões de governança corporativa são compreensíveis, uma vez que as práticas que caracterizam a governança de cada país estão baseadas nas suas tradições legais, políticas, sociais e nos traços de seu passado histórico (*path dependence*).

De Paula (2003, p. 1) afirma que a governança corporativa pode ser definida de formas diversas, em função, principalmente, das contribuições recebidas de diversas disciplinas relacionadas com as ciências sociais aplicadas: finanças, macroeconomia, planejamento estratégico, sociologia e ciência política.

O Novo Mercado enquadra-se dentre os mecanismos de governança corporativa adotados por algumas empresas no Brasil, enquanto a Lei Sarbanes-Oxley, dos Estados Unidos, impõe obrigações legais às empresas para a prática da governança corporativa. Ambos buscam dar relativa segurança aos investidores quando aplicam os seus recursos financeiros, visto que essas práticas melhoram a qualidade das informações prestadas pelas empresas e, naturalmente, tendem a reduzir os conflitos de agência.

O presente trabalho contribui com a literatura por analisar se as informações disponibilizadas ao mercado pelas empresas que se submetem a atender aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley e do Novo Mercado geram alterações, de alguma forma, na valorização e na liquidez das ações no mercado brasileiro.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: a introdução, que aborda o tema, a sua relevância e os objetivos do trabalho; a segunda seção, que traça o esboço da metodologia de pesquisa, em seus aspectos gerais, a qual será mais bem detalhada na quarta seção.

A terceira seção é focada no referencial teórico, e menciona assuntos relacionados ao problema de pesquisa, a saber: (i) mercado de ações no Brasil; (ii) governança corporativa e seus níveis diferenciados da BOVESPA; (iii) os *American Depositary Receipts* (ADRs), bem como as suas categorias, tipos e vantagens; (iv) apresentação da Lei Sarbanes-Oxley; (v) os efeitos do mercado eficiente; e (vi) aborda

alguns estudos existentes na literatura a respeito da migração para os Níveis Diferenciados de Governança e dos efeitos da dupla listagem.

Na quarta seção, a metodologia de estudo é detalhada para facilitar o entendimento das ferramentas estatísticas utilizadas. A quinta seção é reservada para a apresentação dos resultados encontrados; e, na sexta seção, são feitas as considerações finais do trabalho.

2 Metodologia de Pesquisa

Segundo Gil (1996), uma pesquisa pode ser classificada, quanto à sua natureza, como básica ou aplicada. Esta última, de acordo ainda com Gil (1996), “objetiva gerar conhecimentos para uma aplicação em um problema específico existente; o investigador é movido pela necessidade de contribuir para fins práticos, mais ou menos imediatos, buscando soluções para problemas concretos”. Sendo assim, neste trabalho, será desenvolvida uma pesquisa aplicada, porque se pretende verificar se, ao atender aos requisitos do Novo Mercado e da SOX, as empresas têm um valor de mercado incremental e aumento da liquidez de suas ações.

Quanto ao objetivo, o trabalho será caracterizado como descritivo, pois, nesse tipo de estudo, os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira neles. Portanto, os fenômenos do mundo físico e humano são estudados, não manipulados pelo pesquisador.

Incluem-se entre as pesquisas descritivas a maioria daquelas desenvolvidas nas ciências humanas e sociais, bem como as pesquisas de opinião, mercadológicas, os levantamentos socioeconômicos e psicossociais.

Em sua forma mais simples, as pesquisas descritivas aproximam-se das exploratórias. Em outros casos, quando ultrapassam a identificação das relações entre as variáveis, procurando estabelecer a natureza dessas relações, aproximam-se das pesquisas explicativas.

O presente estudo tem por finalidade tanto a descrição do tema governança corporativa, como a descrição dos reflexos no mercado brasileiro, quando empresas atendem aos requisitos de governança, o que reforça a qualificação da pesquisa como descritiva.

Com relação ao método de abordagem, a pesquisa considerará a ótica hipotética-dedutiva, que é historicamente relacionada com a experimentação. Conforme afirma Andrade (1997), o pesquisador pode deparar-se com a dúvida na opção do método de abordagem, uma vez que:

Não é fácil estabelecer a distinção entre o método hipotético-dedutivo e o indutivo, uma vez que ambos se fundamentam na observação. A diferença é que o método hipotético-dedutivo não se limita à generalização empírica das

observações realizadas, podendo-se através dele chegar a construção de teorias e leis (ANDRADE, 1997, p. 22).

No presente estudo, por meio de ferramentas estatísticas, serão testadas as ocorrências de fenômenos abrangidos pela primeira hipótese (H_0), segundo a qual, o mercado brasileiro reage positivamente quando as empresas emitem ADR, e, coerentemente, atendem aos requisitos da Sarbanes-Oxley, e pela segunda hipótese (H_0), que sugere que as empresas, quando aderem ao Novo Mercado, tornam-se mais líquidas que as empresas que atendem aos requisitos da SOX, conforme mencionado anteriormente.

Como método de procedimento, o estudo utiliza o levantamento, pois pretende buscar informações diretamente com o grupo de interesse a respeito dos dados que se deseja obter. Trata-se de um procedimento útil, especialmente, em pesquisas exploratórias e descritivas. O levantamento progride por meio de três fases: definição da amostra e coleta de dados; tabulação e análise estatística dos dados; análise dos resultados. Essas três fases serão mais bem detalhadas na seção 4 deste trabalho.

No que se refere à abordagem do problema, ela é quantitativa, porque se utiliza de dados numéricos e ferramentas estatísticas para analisar e interpretar os fenômenos observados.

3 Referencial Teórico

O tema Governança Corporativa abrange uma série de conceituações, visto que envolve diversas áreas da organização, tais como: financeira, jurídica, relacionamento com investidores, planejamento estratégico, dentre outros.

Para Shleifer e Vishny (1996), a Governança Corporativa assegura, aos fornecedores de recursos financeiros, meios para que as empresas apresentem retorno aos seus investimentos. De forma semelhante, o IBGC (2004) define Governança Corporativa como o sistema que dirige e monitora as sociedades, e as suas boas práticas têm a finalidade de ampliar o valor da sociedade, facilitar o acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. No entanto Shleifer e Viskny e IBGC enfatizam os direitos de retornos aos investidores e os sistemas de relações entre os acionistas, os conselhos de administração e a direção executiva das empresas.

Para Hitt, Irland e Hoskisson (2001), o sistema de governo e estruturas de poder que abrangem a gestão e o controle das organizações disciplinam a relação das empresas com as demais partes interessadas. Os autores supracitados abordam que o foco da Governança Corporativa é a definição de uma estrutura de governo que maximize o retorno aos acionistas e os benefícios almejados pelos executivos. Neste sentido, a governança corporativa envolve a estratégia das corporações, a geração de valor e a aplicação de recursos. Para esses autores, a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, o que representa um reflexo da experiência anglo-saxã.

O Relatório Cadbury (1992) adota a mesma linha: a governança corporativa é o sistema de poder que rege os mecanismos pelos quais as empresas são dirigidas. O Relatório foi publicado, em julho de 1992, pela *London Stock Exchange*¹ e possui um número expressivo de códigos de boas práticas de governança que impactaram o mercado europeu.

O poder tem papel importante na definição das estratégias das empresas. Desta forma, a estrutura de poder deve definir explicitamente três aspectos: a clara

¹ London Stock Exchange: Bolsa de Valores de Londres, a principal Bolsa da Inglaterra, fundada em 1801.

demarcação dos papéis dos acionistas, do conselho e da direção; a definição das regras de convivência; e o planejamento das sucessões.

Os sistemas de valores e padrões de comportamento, considerando que os sistemas de valores é que regem as corporações em suas relações internas e externas, são descritos por Claessens e Fan (1996 apud Andrade e Rossetti, 2004, p.26) como se a governança corporativa expusesse a respeito dos padrões de comportamento adotados pelas empresas para ampliar seu valor e dirimir os relacionamentos com as partes interessadas, com base nos princípios éticos aplicados à gestão do negócio.

Para Williamson (1996), a governança corporativa trata da justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas com relação ao negócio e à sociedade. Os valores que sustentam a boa Governança são: senso de justiça, que respeita os direitos dos minoritários tanto na distribuição de riqueza quanto na presença em assembléias; a transparência das informações que impactam o negócio; a prestação de contas de acordo com os princípios contábeis e em conformidade com o cumprimento das normas reguladoras.

Tendo em vista dos parágrafos precedentes, conclui-se que os conceitos de governança corporativa são diversificados. Neste trabalho, a definição de governança corporativa envolve a seguinte delimitação: a governança corporativa envolve os meios pelos quais se busca atender aos diversos grupos de interesse, e em que os agentes implicados almejam segurança do retorno de seus investimentos. As boas práticas de gestão estão relacionadas à confiabilidade e à responsabilidade que os investidores depositam nos gestores para a aplicação dos recursos que lhes foram confiados e na transparência das informações de seus resultados.

Os mercados acionários impuseram regras para a efetivação dos conceitos de governança corporativa, tais como os requisitos exigidos pelo Novo Mercado e pela Lei Sarbanes-Oxley. O presente estudo investiga o comportamento do mercado brasileiro diante da divulgação das informações requeridas por eles.

3.1 O Mercado de Ações no Brasil

Historicamente, as empresas brasileiras foram formadas e desenvolvidas em uma estrutura familiar, em que o gestor era o proprietário. As empresas eram pouco alavancadas. No entanto, com o crescimento das empresas, surgiu a necessidade de

crédito que permitisse o aumento da escala produtiva, conforme apresentado por Vieira e Mendes (2004, p.105).

Lameira (2002, p.2) menciona que, em 1850, entrou em vigor o Código Comercial Brasileiro, que, posteriormente, serviu de alicerce para a regularização das sociedades anônimas e suas relações comerciais. Dentre as diversas leis societárias, posteriormente criadas, destacam-se: a Lei do Mercado de Capitais, nº 4.728/1965 e a Lei nº 6.404/1976, que substituiu o Decreto-Lei 2.627. Essas leis dispõem a respeito das sociedades por ações.

Com as Leis 6.385 e 6.404, em dezembro de 1976, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e aprovada a Lei das Sociedades por Ações, que regulamenta a estrutura básica que as empresas deveriam seguir na contabilidade, a forma organizacional, os direitos e os deveres dos administradores e dos acionistas, bem como padronizou práticas existentes, em suma, serviu de arcabouço legal para a profissionalização da gestão da empresa.

Apesar da necessidade de recursos financeiros e das leis de regulamentação, as empresas brasileiras apresentam-se resistentes em abrir capital, uma vez que a abertura representa perda do controle para outros acionistas. A publicação de balanços as impede de utilizar mecanismos informais de gestão e, conseqüentemente, as torna menos competitivas que as empresas de capital fechado, além de trazer a público informações confidenciais e estratégicas.

Santos (2006, p. 70) aponta que, como tentativa de minimizar a perda de controle, foi inserida uma cláusula na Lei 6.404/76 para a ampliação do limite de ações preferenciais (ações sem direito a voto) para 66%, possibilitando o controle de uma empresa com 17% do capital. Posteriormente, a Lei 9.457/97 compensou o direito ao voto com o pagamento de dividendos 10% maiores que aqueles pagos aos acionistas com direito ao voto (ações ordinárias).

De acordo com os números apresentados por Vieira e Mendes (2004, p. 108), entre os anos de 1976 e 1997, o número de empresas com ações negociadas na BOVESPA² cresceu 41%. Ela também aponta que as empresas diversificaram as fontes de créditos e tornaram-se mais alavancadas.

² BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo responsável pela realização de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, registrados na CVM.

Ainda de acordo com o abordado por Vieira e Mendes (2004, p. 108), na década de 1990, o processo de privatização juntamente com a intensificação e diversificação do portfólio dos investidores internacionais tornaram o mercado brasileiro acessível ao mercado mundial, o que se refletiu em crescimento dos valores e volumes de ações negociadas. No entanto esse fato não significou desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, porque o processo foi restrito e concentrado a algumas empresas.

No Brasil, a concentração de ações com direito a voto é característica das empresas de capital aberto. De acordo com Leal e Valadares (2002, p.9), o maior acionista detém, em média, 58% das ações ordinárias, e os três maiores acionistas juntos possuem 78% das ações. Mônaco (2000, p.133) menciona que os acionistas controladores possuem, em média, 88% das ações com direito a voto. Logo, o conflito de agência (detalhado na seção 3.2) ocorre entre majoritários e minoritários.

A Lei 10.303 de outubro de 2001 procurou propiciar ao acionista minoritário redução do risco e maximização de sua participação no controle da empresa. Foram implementadas inovações como *tag along*³, novas regras para assento em conselho, refinamento de questões de custódia, limites de emissão de ações preferenciais em relação às ordinárias, utilização de arbitragem para solucionar divergências entre majoritários e minoritários, dentre outras. O objetivo principal da Lei foi diminuir a concentração do controle acionário do mercado brasileiro e torná-lo acessível aos pequenos investidores.

Para Berglof e Claessens (2004), o país, com um sistema judiciário adequado, capaz de fazer cumprir as regras e leis estabelecidas, juntamente com um sistema legal eficiente, terá melhor desempenho financeiro. Por outro lado, países de fraco funcionamento e inadequado sistema de leis possuem empresas com governança corporativa fraca ou mesmo deficitária.

Pinheiro (2003) corrobora a afirmativa apresentada pelos autores acima, ao esclarecer que as deficiências do sistema judiciário brasileiro desestimulam a atividade econômica do país.

O Quadro 1 ilustra a quantidade de empresas com ações negociadas na BOVESPA ao final de cada ano para o período de 1990 a 2006.

³ O tag-along, na legislação brasileira, representa o direito do acionista que não faz parte do controle vender suas ações por quantia igual ou superior a 80% do valor pago por ações com direito a voto, quando da venda de bloco de controle.

Ano	Número de Empresas
1990	615
1991	601
1992	597
1993	582
1994	582
1995	577
1996	589
1997	595
1998	599
1999	534
2000	495
2001	468
2002	436
2003	410
2004	390
2005	381
2006	394

Quadro 1 - Quantidade de Empresas Listadas na BOVESPA
Fonte: BOVESPA (2007).

Observa-se que o número de empresas com ações negociadas na BOVESPA vem reduzindo, uma provável razão é que o governo brasileiro quando realizou as privatizações, vendeu os blocos controladores das empresas, em vez de promover as aquisições pulverizadas das ações das empresas. Em alguns casos, foram formados consórcios para participar dos leilões e licitações. Posteriormente, foram desencadeadas diversas reorganizações societárias em empresas brasileiras por meio de fusões e incorporações.

Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005, p.2) afirmam que o mercado de capital nacional é reduzido, devido ao pequeno número de empresas listadas, bem como ao montante de títulos emitidos e volume negociado, o que justifica um baixo desempenho do país, quando comparado a países semelhantes no que tange ao grau de desenvolvimento.

No entanto, apesar do número reduzido de empresas de capital aberto, o mercado acionário mundial exige das empresas mais transparência nas informações disponibilizadas e nos procedimentos de controles adotados, o que reforça a importância do tema governança corporativa. Ao considerar que o crescimento dos investimentos estrangeiros de portfólio, em países em desenvolvimento, torna-se um estímulo para as mudanças nas práticas de governança adotadas.

3.2 Governança Corporativa

O advogado Robert Monks, nascido em 1933, foi um dos principais divulgadores e defensores de regras de governança corporativa nas empresas norte-americanas. Ele percebeu que a vida corporativa nos Estados Unidos apresentava disparidades: o destino das companhias era traçado pelos executivos e não pelos seus acionistas. Os executivos estavam interessados em manter seus privilégios, mesmo que fosse por meio contrário aos objetivos dos acionistas de maximizar o valor das ações.

A prática da Governança Corporativa pelas companhias surgiu como um mecanismo capaz de proporcionar mais transparência aos *stakeholders* (partes interessadas), de minimizar a assimetria de informação existente entre proprietários e administradores e de possibilitar aos acionistas que não pertençam ao bloco de controle a redução das perdas no caso de venda da empresa.

A transparência na política empresarial focada em tornar públicas todas as informações relevantes, boas ou más, conhecida pelo termo *disclosure*, torna-se uma condição *sine qua non* para a decisão de investir em determinada companhia.

Para Andrade e Rossetti (2004, p. 20), o tema Governança Corporativa não se refere a mais um modismo, visto que possui fundamentos sólidos, determinados por princípios éticos aplicados na condução dos negócios. O seu desenvolvimento tem razões macro e microeconômicas.

No entanto, segundo Andrade e Rossetti (2004, p. 21), apesar da notória importância do tema, não se pode afirmar que a Governança Corporativa já esteja amplamente divulgada e praticada pelo mundo corporativo. De acordo com os autores, três seriam as razões para sua pouca divulgação e adoção, conforme apresentadas a seguir:

Por ser ainda recente	Empregada pela primeira vez em 1991. O primeiro código a respeito das melhores práticas de Governança Corporativa foi definido em 1992. Em 1995, foi editado o primeiro livro: Corporate Governance, de R. Monks e N. Minow.
Pela sua abrangência	As práticas de governança corporativa podem ser definidas a partir de diversos pontos de vista: questões legais, como as dos direitos societário e sucessório; questões financeiras, como a geração de valor, a criação de riqueza e a maximização do retorno dos investidores; questões estratégicas, como a definição dos propósitos empresariais e das diretrizes corporativas e as questões operacionais, como os sistemas que regem as relações entre os acionistas, conselho de administração e diretores da empresa.
Pela Diversidade de Modelos	Para a operacionalização da governança corporativa existem vários modelos válidos de gestão. Esses modelos dependem da abrangência e dos processos com que as empresas atendem às diferentes partes interessadas em seu desempenho e às externalidades produzidas pelas suas operações e pelos seus resultados. Portanto, o modelo pode estar voltado tanto para objetivos restritos quanto de maior amplitude, sendo assim, a governança será conceituada de forma menos ou mais abrangente, reproduzindo os diferentes compromissos corporativos assumidos. Portanto, o modelo pode estar voltado tanto para objetivos restritos quanto de maior amplitude, sendo assim a governança

Quadro 2 - Motivos da pouca adoção do tema Governança Corporativa
Fonte: Adaptado de ANDRADE e ROSSETTI (2004, p.21).

Porém, de acordo com Andrade e Rossetti (2004, p.23), a abrangência de modelos e conceitos está relacionada com a amplitude que se dá aos processos de governança e a seus impactos efetivos. Ainda segundo os autores, apesar da diversidade de conceitos, existe um conjunto de expressões referentes ao princípio da governança que estão presentes em grande parte das suas definições, dentre elas: direitos dos acionistas (*shareholders*); direitos de outras partes interessadas (*stakeholders*); conflitos de agência; sistema de relações; sistema de valores; sistema de governo; estrutura de poder; estrutura de regulação; e padrões de comportamento.

Seamer (2007) busca evidenciar, por meio de um estudo empírico focado em três mecanismos chave de Governança Corporativa - comitê de auditoria independente, segregação de funções e independência entre diretores e CEO (*chief executive officer*) - , que esta pode exercer importante influência na transparência das informações geradas.

A transparência das informações é primordial para a sobrevivência das organizações, especialmente após a relevância dada ao tema de governança corporativa. Os administradores tentam minimizar os problemas de *agency*, que, no caso brasileiro, afetam os acionistas minoritários, por meio da transparência nas suas decisões.

Lopes e Martins (2005, p. 30-31) asseguram que, no mundo real vivenciado pelas organizações, existe assimetria de informações entre os agentes, contrariando a firma clássica em que os agentes compartilham as mesmas informações e sem custos adicionais. Os autores mencionam que o prêmio Nobel de economia de 2001 reforça a linha de pesquisa de divergências de informações disponíveis ao mercado e que essas divergências podem comprometer o volume de negócios realizados.

Lopes e Martins (2005, p.28) também afirmam que a teoria clássica em Economia estava alicerçada em empresas em que o único dono também exercia atividades de gestor. A teoria da agência representa o marco do rompimento dessa mentalidade, já que assume que podem ocorrer conflitos entre os diversos interessados nas atividades da empresa. Ainda de acordo com os autores, o surgimento da corporação moderna, em que a propriedade separou-se da gestão, possibilitou a ocorrência de conflitos de interesses entre acionistas e administradores e, até mesmo, entre gestores de diferentes posições hierárquicas na organização.

Dessa forma, a teoria de agência evidencia o conflito de interesses existente na organização, que permeia os relacionamentos entre proprietários e gestores, líderes e subordinados, e põe em xeque as estratégias e metas traçadas pelas empresas. Já que o atingimento das metas está diretamente relacionado com o alcance de objetivos individuais.

De acordo com Andrade e Rossetti (2004), o agente, no caso os executivos, pode agir de forma oportunista ao perseguir sua própria agenda em prejuízo ao atendimento dos melhores interesses do principal, ou seja, dos acionistas. O problema de *agency* nos Estados Unidos ocorre devido ao conflito entre proprietários-gestores, porque, nesse país, as ações das empresas estão pulverizadas no mercado. Já no Brasil o conflito ocorre entre majoritários-minoritários, em que a propriedade de ações é concentrada, e o mercado de capitais é imaturo, uma vez que possui pouca expressão quando comparado a outras fontes de captação de recursos financeiros.

Para Lopes e Martins (2005, p.46-48), um sistema adequado de governança alia os incentivos dos administradores com os interesses dos acionistas. Eles mencionam que a pesquisa em contabilidade financeira, em países como o Brasil, pode ser enriquecida pela compreensão mais detalhada dos fatores que motivam os administradores a adotar determinados comportamentos. Alguns fatores de incentivos serão apresentados a seguir:

Sistemas de Remuneração	Os administradores tendem a maximizar à medida que são remunerados. Por exemplo: administradores que possuem remuneração atrelada ao lucro poderão lançar mão de ferramentas para maximizar o lucro da empresa.
Covenants e outras restrições	A existência de covenants é uma prova do conflito de agência. Os covenants são restrições impostas pelos credores aos administradores sobre o funcionamento da empresa (proibições de emissões de novas dívidas ou limites aplicáveis a indicadores contábeis, de liquidez e de estrutura de capital), sabendo que os administradores tendem a assumir riscos maiores.
Legislação Societária	A liberdade dada aos administradores pela legislação societária de cada país tem importância nas decisões tomadas sobre assuntos contábeis. Países que possuem legislações societárias mais liberais oferecem oportunidades atrativas para que os gestores estabeleçam artifícios legais para expropriar os investidores.
Clima Organizacional	Apesar da difícil mensuração e da ausência de estudos em empresas brasileiras, o clima organizacional resulta em impactos significativos sobre o desempenho dos gestores e seus incentivos. Os administradores tenderão a ser influenciados pela estrutura organizacional em que estão inseridos.
Concorrência	A estrutura de mercado dentro da qual a empresa atua pode ter efeito direto nas demonstrações contábeis. Os gestores terão a tendência de suavizar os resultados para reduzir a percepção do mercado sobre o risco de suas operações (principalmente em mercados competitivos). A ameaça de aquisições hostis pode ser outra forma de pressão sobre os gestores para apresentarem melhores resultados.
Governança	Os gestores têm maior compreensão a respeito dos mecanismos de governança que realmente funcionam. Assim, os gestores tendem a evitar as estruturas organizacionais que limitam a liberdade de atuação, o que pode levar a estruturas de contabilidade específicas que impeçam o adequado controle interno.

Quadro 3 - Incentivos Presentes na Atuação dos Administradores

Fonte: Elaboração própria com base em Lopes e Martins (2005, p.46-48).

Lopes e Martins (2005, p.31) afirmam que, no mercado financeiro, também podem ocorrer problemas de *agency*, uma vez que investidores e administradores possuem informações assimétricas. Como tentativa de minimizar essas divergências de informações, auditores, agências de *rating*, analistas de mercado assumem papéis de intermediários informacionais, que procuram validar a veracidade das informações disponibilizadas para os demais interessados no desempenho da empresa.

Por outro lado, pode-se interpretar que existe um interesse por parte dos usuários das informações geradas e disponibilizadas pelas empresas em conhecer o valor da empresa e a sua evolução, já que isso afeta a sua decisão de investir. A grande questão está na definição de qual método utilizar para se apurar esse valor de forma mais adequada. Martins (2000) cita alguns métodos para apuração do valor da empresa, são eles os valores de entrada que estão associados ao valor de aquisição e os valores de saída que estão relacionados com o valor de venda.

Martins (2000) defende ainda os valores de entrada para avaliação dos itens patrimoniais e explica que são os mais utilizados, por abordarem dois aspectos: praticabilidade e objetividade (documentos de comprovação, como, por exemplo: notas fiscais, contratos). Os valores de entrada estão associados à idéia de obtenção de recursos no passado (custo histórico), no presente (custo corrente) e no futuro (custo de reposição futuro), portanto, vinculados ao segmento de compra da empresa, porquanto é a área de compras que realiza o *in put* de materiais e serviços necessários à operação da empresa.

O custo histórico reflete o custo incorrido para disponibilizar determinado recurso. Ele é estático e independe das premissas do avaliador. Existe, no entanto, uma diferença temporal entre a sua contabilização e sua realização. O ponto negativo da utilização do custo histórico é que este não leva em conta as alterações de valor ao longo do tempo.

O custo histórico corrigido minimiza essa carência apresentada no custo histórico, já que considera a variação do poder aquisitivo da moeda e evita a descapitalização da empresa, proporcionando a homogeneização de itens adquiridos em datas diferentes. O custo histórico corrigido tem menor teor de praticidade (necessidade de profissionais mais qualificados para efetuar as correções monetárias) e de objetividade (no que diz respeito às escolhas de índices de correção).

O custo corrente, no momento da aquisição, é idêntico ao custo histórico, porém eles se diferenciam quando comparados em datas em que ocorreram alterações dos preços. O custo corrente aprimora as informações para a tomada de decisão dos gestores ao alocar de forma mais adequada os valores entre os períodos. A definição do custo corrente corrigido assemelha-se ao custo histórico corrigido, porque aquele nada mais é que a correção do custo corrente utilizando-se uma moeda de poder aquisitivo constante.

Outro custo que também deve ser mencionado é o custo de reposição futuro, que reflete a diferença entre a receita obtida e o custo futuro de reposição da unidade vendida, o que eleva o nível de subjetividade e praticidade na previsão do valor futuro de aquisição.

A avaliação dos itens patrimoniais pode ser obtida pelo outro extremo da cadeia, no qual a empresa oferta os seus recursos, por meio dos valores de saída, ou seja, os materiais e serviços que a empresa disponibiliza ao mercado. Os valores de saída são mais subjetivos e menos práticos que os valores de entrada, mas por meio deles, também podem ser medidos os resultados do valor da empresa no tempo: passado, presente e futuro.

Pela utilização dos valores de saída, pode-se obter o valor realizado, que reflete o resultado da receita adquirida com a efetivação da venda. Este método caracteriza-se pela sua praticidade e objetividade, já que pode ser identificado no documento de registro da venda. O valor corrente da venda avalia o benefício específico da venda de um determinado item.

O valor realizável líquido é interpretado como o valor corrente da venda deduzido dos gastos necessários à realização do item (comissão, cobrança de recebíveis, inadimplência dos clientes), o que aumenta o nível de subjetividade em função da definição e da previsão de tais gastos.

O valor de liquidação surge em decorrência da condição em que se encontra o vendedor, geralmente, ligada à descontinuidade total ou parcial da operação, o que determina um valor menor que o valor corrente de venda. A subjetividade, nessa forma de mensuração, é acentuada em razão da ausência de um mercado organizado.

O valor de realização futuro pode ser interpretado como o benefício que a empresa espera receber da concretização de um determinado item no futuro, devido, sobretudo, às alterações previstas para o mercado; porém a praticidade e objetividade são prejudicadas à previsão.

O valor presente do fluxo futuro de caixa considera todo o fluxo (entradas e saídas) relativo ao item patrimonial, nas suas diversas datas, e a conversão da quantidade de moeda em data específica, por meio da taxa de juros, o que pode ser compreendido como equivalência de capitais. As vulnerabilidades de sua utilização estão na escolha da taxa e nas expectativas de efetuação de pagamentos e recebimentos. Como aspecto positivo, está a sua capacidade de dimensionar a riqueza ao longo do tempo. O valor justo de mercado é o valor a se pagar ou a se receber na decisão de

transacionar um determinado item no mercado em condições normais de oferta e demanda.

Carvalho, Lemes e Costa (2006, p.62) apresentam a definição de valor justo (*fair value*), segundo o IASB⁴, como o valor pelo qual um ativo poderá ser trocado ou uma obrigação liquidada, entre partes especialistas no assunto e dispostas a negociar em uma transação com base puramente comercial, ou seja, sem privilégios.

Outro assunto relevante, pela sua influência na transparência para tomada de decisão e também abordado por Martins (2000), é o lucro passível de distribuição. Apesar de a distribuição de lucro abranger o interesse das partes envolvidas, uma decisão errada a seu respeito pode descapitalizar a empresa. Vale mencionar que a distribuição de dividendos implica redução de ativos ou aumento de exigibilidade.

Bleck e Liu (2007) mencionam que, embora as empresas adotem as práticas de Governança Corporativa, os investidores não conhecerão seu verdadeiro desempenho, já que as informações contábeis estão alicerçadas em dados históricos. De acordo com os autores:

Uma das mais importantes razões para muitas empresas não utilizarem o valor justo de mercado em compensação ao custo histórico contábil, na realidade, é porque o mercado, na maioria das vezes, não é muito líquido, o que faz do valor justo inviável (Bleck e Liu, 2007, p. 252, tradução nossa).

A KPMG elaborou um estudo sobre os 20-F⁵ das empresas brasileiras registradas na SEC⁶ com o intuito de verificar o empenho, as atitudes, os investimentos e como se apresentam ao mercado as atividades referentes à governança corporativa. Dentre as 33 empresas brasileiras listadas na SEC, 21 estão listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA, sendo 4 no Novo Mercado, 3 no Nível 2 e 14 estão no Nível 1. Os Níveis de Governança Corporativa são mais bem explicados na seção 3.2.1 deste trabalho.

⁴ IASB: *International Accounting Standards Board* é a organização internacional sem fins lucrativos que publica e atualiza as Normas Internacionais de Contabilidade em língua inglesa.

⁵ Formulário 20-F: é o principal instrumento de *disclosure* exigido pela SEC para emissão de ADRs. Seu depósito deve ocorrer até o dia 30 de junho do ano subsequente ao encerramento do exercício social.

⁶ SEC: *Securities and Exchange Commission*, correspondente a CVM no Brasil.

De acordo com o estudo da KPMG (2006), os aspectos relacionados com a transparência e a prestação de contas estão dentre as grandes preocupações de conselheiros e administradores, visto que se enquadram nos fatores de percepção do mercado, abrangendo o negócio da empresa, o seu desempenho, os seus resultados, a sua estrutura de decisão, as práticas adotadas para mitigar riscos. Quanto mais esses assuntos são discutidos e apresentados pelas empresas, maior tem sido a sua capacidade de obter recursos financeiros e a sustentação do seu valor no mercado de capitais.

Apesar da discussão em torno do método a se utilizar para conhecer o valor real da empresa, bem como a sua evolução, o fato é que, conforme o trabalho da KPMG (2006), a aderência das empresas brasileiras aos padrões diferenciados de governança corporativa proporciona maior atração aos investidores e valorização das empresas.

3.2.1 Níveis de Governança Corporativa

A BOVESPA, baseado no modelo alemão do *Neur Market*, em 2000, implementou o Novo Mercado no Brasil. O Novo Mercado é um nível diferenciado de governança corporativa, que contempla regras rígidas de listagem e de transparência e maior proteção aos acionistas.

De acordo com Famá e Ribeiro Neto (2001, p.9), o *Neur Market* surgiu em 1970, e representou uma reação da bolsa alemã à concentração do mercado: 70% do volume negociado era de apenas 10 ações. Nem todos os bancos apoiaram a iniciativa, porque julgavam que o tamanho das operações seria insignificante e eles não visualizavam ganhos. No entanto os bancos menores apoiaram-na e, após o seu sucesso, todos começaram a interessar-se pelo mercado.

Famá e Ribeiro Neto (2001, p.9) também mencionam que as empresas que aderem ao *Neur Market* devem possuir um elevado grau de transparência. As regras são rígidas, induzindo as empresas às melhores práticas de governança corporativa, protegendo, particularmente, os acionistas minoritários. A norma contábil adotada pelos participantes do *Neur Market* pode ser a americana, US GAAP, ou a internacional, IAS (*International Accounting Standards*), atual IFRS (*International Financial Reporting Standards*), e apenas ações ordinárias são negociadas.

Ainda de acordo com os autores, como forma de punição, às empresas que descumprirem as regras são aplicadas multas, podendo chegar à exclusão da empresa da listagem do mercado. Os conflitos são resolvidos por câmaras de arbitragem, de forma rápida.

“Baseado nessas regras o *Neur Markt* teve um crescimento estrondoso. Um mercado maior, com mais empresas, com um menor grau de concentração e com um número de IPO's (*Initial Public Offering*) crescente.” (FAMÁ e RIBEIRO NETO, 2001, p.9).

Para Carvalho (2003, p.3), a Bolsa de Valores de São Paulo, inspirada no modelo alemão, adotou o Novo Mercado, cuja adesão está condicionada à emissão somente de ações ordinárias; um *free-float*⁷ de 25%; adesão à Câmara de Arbitragem para solução de conflitos, *tag along*, dentre outras exigências. Mas, ao reconhecer que os requisitos do Novo Mercado são impeditivos para algumas empresas, a BOVESPA criou dois outros mercados, designados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1 e Nível 2.

Conforme Camargos e Barbosa (2006, p.3), às empresas que aderem ao Nível 1 são exigidas melhorias na prestação de informações ao mercado e dispersão acionária. Para as de Nível 2, adicionalmente às obrigações daquelas do Nível 1, as empresas e os controladores devem adotar práticas de governança e oferecer direitos adicionais mais amplos ao minoritário.

O Quadro 4 apresenta as exigências do Regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa:

⁷ *Free-float*: são todas as ações emitidas pela Companhia, excetuadas as ações detidas pelo Acionista Controlador, por pessoas a ele vinculadas, por Administradores da Companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial (de propriedade exclusiva do ente desestatizante). A liquidez é um dos principais atributos das ações e quanto maior o percentual de ações em circulação, maior o número de negócios. Portanto, o estabelecimento de um percentual mínimo de ações não pertencentes ao grupo de controle deverá aumentar a negociabilidade no mercado secundário. Adicionalmente, o *free float* de 25% facilita a Eleição de Membro do Conselho de Administração pelo mecanismo de voto múltiplo.

Nível 1	Nível 2
manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital	mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração
realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital	disponibilização de balanço anual seguindo as normas US-GAAP ou do IAS GAAP (Princípios Contábeis Norte-Americanos e Internacionais, respectivamente)
melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais, a exigência de consolidação e demonstração do fluxo de caixa	extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelas controladoras, quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores das ações preferenciais
divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores ou administradores da empresa	direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo.
divulgação de informações de contratos com partes relacionadas	obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível
divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options	adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários
disponibilização de um calendário anual de eventos	Lei das S/A (Lei nº 6.404/76, modificada pela Lei nº 10.303/01)

Quadro 4 - Exigências dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
Fonte: Adaptado de Camargos e Barbosa (2006, p. 3).

Vale ressaltar, que em 01/01/2008 entrou em vigor a Lei 11.638/07. Ela altera, revoga e introduz novos dispositivos à Lei das Sociedades por Ações (Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976). Esta Lei teve origem no Projeto nº 3.741/2000, cuja finalidade maior era possibilitar a eliminação de algumas barreiras regulatórias que impediam a inserção total das companhias abertas no processo de convergência contábil internacional, além de aumentar o grau de transparência das demonstrações financeiras em geral, inclusive em relação às chamadas sociedades de grande porte não constituídas sob a forma de sociedade por ações. Algumas das inovações trazidas por esta Lei são apontadas a seguir:

- A DOAR é substituída pela Demonstração de Fluxo de Caixa
- Outra inovação foi à inclusão da Demonstração do Valor Adicionado. As companhias fechadas não estão obrigadas a elaborar a DVA (artigo 176, inciso V da Lei).
- Aplica-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações (uma sociedade limitada, por exemplo), as disposições da Lei 6.404/76 sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras, bem como a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Imobiliários. A lei definiu sociedade de grande porte como a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 ou receita bruta superior a R\$ 300.000.000,00.

Além das obrigações legais das empresas de capital aberto, as empresas devem atender às seguintes exigências, ao aderir ao Novo Mercado, (BOVESPA, 2007):

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando as Informações Trimestrais (ITRs) – documento enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais -, entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.

- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais –, entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais seja em IFRS ou USGAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*, ou padrão contábil norte-americano).
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando as Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas –, entre outras: a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e as partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos societários.

Borges e Serrão (2005, p. 28) abordam que a criação do Novo Mercado foi bem recebida pelos participantes do mercado: investidores, governo, empresas e órgãos reguladores. Além disso, eles citam uma mudança de postura da BOVESPA mais voltada para o desenvolvimento e o crescimento do mercado de ações, já que administra o contrato de adesão e assume o papel de guardião das práticas de governança corporativa.

O papel exercido pela BOVESPA no mercado de ações, em se fazer cumprir os requisitos de governança corporativa dos diferentes Níveis, torna o relacionamento entre empresas e investidores mais seguro e transparente, sobretudo devido à importância e ao respeito conquistado pela BOVESPA no mercado brasileiro.

De acordo com os autores anteriormente mencionados, o Novo Mercado funciona como um selo de qualidade, visto que não requer um modelo operacional diferente do modelo tradicional. A preocupação em medir o desempenho das ações das companhias que aderiram aos Níveis Diferenciado de Governança Corporativa determinou a criação de uma carteira denominada Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), composta, exclusivamente, por empresas que aderiram aos Níveis I, II e Novo Mercado.

O índice auxilia na aferição da valorização das ações das empresas que compõem a carteira. Segundo Borges e Serrão (2005, p.28), a análise de desempenho do IGC demonstra que os investidores reconhecem as empresas que aderiram com uma melhora sobre a precificação das ações. Desde a sua criação, o IGC apresentou índices superiores ao IBOVESPA⁸.

As 63 empresas listadas até 27/05/2007 na BOVESPA e que aderiram ao Novo Mercado são apresentadas no Quadro 5 a seguir:

⁸ IBOVESPA: Índice que acompanha a evolução média das cotações das ações negociadas na BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo.

Empresa	Data Adesão	Tempo de Adesão (dias) até 27/05/2007
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	27/07/06	304
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A	25/05/07	2
AMERICAN BANKNOTE S.A.	27/04/06	395
BCO BRASIL S.A.	28/06/06	333
BCO NOSSA CAIXA S.A.	28/10/05	576
BEMATECH IND. COM. EQUIP. ELETRÔNICOS S/A	25/05/07	2
BR MALLS PARTIÇÕES S/A	25/05/07	2
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	23/10/06	216
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL. VEG.S.A.	22/11/06	186
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	02/05/06	390
CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOB. S.A.	31/01/07	116
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	01/02/02	1941
CIA HERING	25/05/07	2
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	24/04/02	1859
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	08/02/06	473
COMPANY S.A.	02/03/06	451
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	18/11/05	555
CPFL ENERGIA S.A.	29/09/04	970
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A	25/05/07	2
CREMER S/A	25/05/07	2
CSU CARDSYSTEM S.A.	02/05/06	390
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	21/09/05	613
DATASUL S.A.	02/06/06	359
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	19/11/04	919
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	13/07/05	683
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	05/06/06	356
ETERNIT S.A.	17/08/06	283
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	25/05/07	2
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	25/05/07	2
GAFISA S.A.	17/02/06	464
GRENDENE S.A.	29/10/04	940
GVT (HOLDING) S.A.	16/02/07	100
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPINGS CENTERS S.A.	07/02/07	109
INDUSTRIAS ROMI S.A.	25/05/07	2
JBS S.A.	25/05/07	2
JHSF PARTICIPACOES S.A.	25/05/07	2
KLABIN SEGALL S.A.	09/10/06	230
LIGHT S.A.	22/02/06	459
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	23/05/05	734
LOJAS RENNER S.A.	01/07/05	695
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A.	18/12/06	160
LUPATECH S.A.	15/05/06	377
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	18/10/06	221

MEDIAL SAUDE S.A.	22/09/06	247
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	25/05/07	2
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	24/07/06	307
NATURA COSMETICOS S.A.	26/05/04	1096
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	15/07/05	681
ODONTOPREV S.A.	01/12/06	177
PDG REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES	26/01/07	121
PERDIGAO S.A.	12/04/06	410
PORTO SEGURO S.A.	22/11/04	916
POSITIVO INFORMÁTICA S.A.	11/12/06	167
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	26/10/06	213
RENAR MACAS S.A.	28/02/05	818
RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	31/01/07	116
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	27/01/06	485
SÃO CARLOS EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.	14/12/06	164
SÃO MARTINHO S.A.	12/02/07	104
SUBMARINO S.A.	30/03/05	788
TECNISA S.A.	01/02/07	115
TOTVS S.A.	09/03/06	444
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	16/11/05	557

Quadro 5 - Empresas listadas no Novo Mercado

Fonte: Compilado da página na Internet da BOVESPA em 27/05/2007

Nota-se que, apesar de o Novo Mercado exigir requisitos mais rígidos que os demais Níveis (I e II), em Maio de 2007, as empresas que aderiram a esse Nível totalizavam 63; no Nível I, eram 37 empresas; e, no Nível II, eram 15 empresas.

O provável fator para o crescimento do número de empresas que aderiram ao Novo Mercado é a preocupação destas em mostrarem-se mais transparentes e praticantes das boas práticas de governança corporativa, já que esses requisitos passaram a ser exigências dos investidores. Além disso, adotar práticas rígidas de governança pode resultar em maior segurança ao investidor e, logicamente, ampliar o volume de negociações dessas ações no mercado, o que possibilitaria sustentar o valor da empresa no mercado.

3.3 Títulos Transfronteiriços: ADR – *American Depositary Receipts*

O governo brasileiro, por meio do Anexo V⁹ da CVM, permitiu as empresas de capital aberto negociar suas ações em mercados primários e secundários de economias que possuam mercados de capitais mais líquidos e eficientes. Essa medida visa alavancar o mercado de capitais brasileiro.

Segundo Camargos *et al* (2003, p.51), a insuficiência de fontes de financiamento de longo prazo é um fator que leva as empresas brasileiras a emitir DRs (*Depositary Receipts*) e, de forma mais expressiva, os ADRs (*American Depositary Receipts*). Ainda de acordo com os autores, as empresas, ao emitir títulos transfronteiriços, almejam obter visibilidade internacional, dar maior liquidez às negociações, além de captar recursos com custos inferiores aos brasileiros.

Andrezo e Lima (1999) esclarecem que os DRs são títulos de renda variável, negociáveis, emitidos por um banco estrangeiro (banco depositário), que representam as ações de uma empresa de um mercado diferente daquele em que o investidor está situado.

As emissões de DRs são permitidas mediante pedido de registro na CVM e no Banco Central e, posteriormente, pelo estabelecimento de um relacionamento com o órgão regulador do país onde os títulos serão negociados para atender aos requisitos de transação exigidos por esse país.

Camargo, Gomes e Barbosa (2003, p.55) asseveram que os tipos mais conhecidos de DRs são: os ADRs (*American Depositary Receipts*), negociados exclusivamente no mercado norte-americano, em decorrência da expressividade desse mercado em relação aos demais mercados mundiais e os IDRs (*International Depositary Receipts*), negociados no mercado europeu, e os GRDs (*Global Depositary Receipts*) emitidos apenas por investidores institucionais de certos mercados.

Para Andrezo e Lima (1999), existem dois programas de DRs: os patrocinados e os não patrocinados. Nos programas patrocinados, a empresa assume os custos de implementação, disponibiliza informações aos investidores estrangeiros e

⁹ Anexo V: *Depositary Receipts* (Resolução CVM nº 1.289 de 20 de março de 1987, com redação aprovada pela Resolução nº 1.927, de 15 de julho de 1992)

firma acordo com o banco depositário que atua como agente de transferência, e este intermedeia a compra e venda de ações.

Já no programa não patrocinado, de acordo com os autores anteriormente mencionados, o ingresso da empresa no mercado estrangeiro pode ser considerado involuntário, uma vez que quem firma o contrato de depósito são os acionistas e a instituição depositária. O banco é responsável pelo fluxo de informações aos investidores, sendo, portanto, não muito recomendado, uma vez que a empresa não controla as informações disponibilizadas aos investidores estrangeiros (ANDREZO e LIMA, 1999).

No programa patrocinado, as empresas negociam títulos fora do país de origem, porque essa é uma decisão da empresa, que controla todo o fluxo de informação disponibilizada ao mercado, e os bancos apenas possibilitam as transações de compra e venda. Enquanto que, no programa não patrocinado, a decisão de comercializar títulos em mercados estrangeiros é tomada pelos acionistas.

De acordo com Marcon (2002, p.23), além dos programas de DRs patrocinados e não patrocinados, existem mais quatro dimensões dos ADRs: públicas ou privadas e com captação ou não de recursos. Os ADRs públicos ou privados distinguem-se pelo local onde são negociados. Os negociados na NYSE¹⁰, NASDAQ¹¹, OTC¹² são considerados públicos. Os negociados sob a Regra 144A são privados, já que se restringem a determinados investidores, como abordado a seguir. Nos Estados Unidos, existem três níveis de ADRs: os Níveis I e II, nos quais a empresa não capta recursos, somente o banco depositário, e o Nível III, no qual a empresa pode captar recursos.

Para Camargos Gomes e Barbosa (2003, p.55), existem quatro tipos de ADRs, os quais são apresentados a seguir, bem como algumas distinções entre eles, no que diz respeito às adequações às normas da SEC e às bolsas locais, às formas de negociação, às exigências de transparência e à utilização dos USGAAP¹³.

¹⁰ NYSE: *New York Stock Exchange*. Bolsa de Valores de Nova York, localizada em Wall Street em Nova York, onde se negociam títulos e ações das maiores empresas dos Estados Unidos e do mundo.

¹¹ NASDAQ: Bolsa eletrônica com sistema computadorizado de negociação e divulgação de cotações de ações de mais de 5.000 empresas, com sede em Nova York.e concentra suas operações em ações de empresas de alta tecnologia.

¹² OTC: *Over The Counter*. Mercado de balcão norte-americano.

¹³ US-GAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*, Princípios Contábeis Norte-Americanos Geralmente Aceitos.

Os ADRs emitidos segundo as normas 144A (*Rule 144A*) permitem a captação de recursos de certas empresas na comunidade dos QIB (*Qualified Institutional Buyers* ou Investidores Institucionais Qualificados) por meio do sistema denominado PORTAL (*Private Offerings, Resales and Trading Trough Automated Linkaged*). Em virtude dos volumes negociados, os investidores são considerados maduros o suficiente para não precisar da proteção da SEC. A exigência para esse tipo de ADR é a apresentação de um memorando de ofertas que contenha informações baseadas no relatório anual mais recente e cumprimento das formalidades exigidas no ADR Nível I.

Os ADRs Nível I (*Pink Sheet*) são a maneira mais simples e barata de acesso ao mercado norte-americano. Os ADRs deste nível são emitidos com base em ações existentes no mercado de origem, as quais se encontram depositadas no banco custodiante. O banco efetua a captação de novos recursos, negociando os títulos no mercado de balcão. A empresa que emite esse tipo de ADR não necessita adequar suas demonstrações financeiras aos USGAAP nem fornecer à SEC o *disclosure* completo. Ela fornece as mesmas informações disponíveis ao mercado doméstico e pode solicitar isenção de registro junto à SEC.

As empresas estrangeiras que negociam os ADRs Nível II (*Lister*) são autorizadas a negociar títulos nas bolsas norte-americanas, mas para isso devem realizar o registro completo na SEC e em uma das bolsas dos Estados Unidos, adaptar as demonstrações financeiras ao USGAAP e prover, periodicamente, informações detalhadas aos investidores.

Os ADRs Nível III (*Fully Registered*) requerem maiores custos para atender as exigências em relação aos ADRs anteriormente mencionados. A captação de recursos ocorre pela oferta pública de ADRs da empresa no mercado norte-americano, lastreado pela emissão de novas ações no mercado de origem. O registro completo na SEC e as adaptações das demonstrações financeiras ao USGAAP são necessários para a emissão desse tipo de ADR.

Empresas brasileiras com representatividade no mercado acionário interno buscam reduzir os custos de capital, por meio da emissão de ADRs, o que implica o cumprimento da legislação do mercado acionário norte-americano, incluindo a Lei Sarbanes-Oxley. Algumas empresas emissoras de ADRs já estão engajadas nas práticas diferenciadas de governança corporativa adotadas no Brasil, o que facilita o

atendimento das exigências da SOX. Essas empresas garantem mais transparência nas suas decisões, como forma de facilitar o acesso aos mercados de capitais internacionais.

O quadro 6, a seguir, demonstra os requisitos necessários para as empresas captarem recursos por meio de *American Depositary Receipts*:

	Uso de ações já existentes para aumentar a base acionária		Uso de ações para aumentar o capital		
	ADR - Nível I	ADR - Nível II	ADR - Nível III	Regra 144A	GRD
Descrição	Programa não listado	Listado nas Bolsas de Valores dos EUA	Oferecido e listado nas Bolsas de Valores dos EUA	QIBs	Oferecido em mais de um mercado
Local	OTC: quotado no Bulletin Board e Pink Sheets	NYSE, AMEX e NASDAQ	NYSE, AMEX e NASDAQ	Mercado Privado norte-americano quotado no PORTAL	Bolsas norte-americanas e não americanas
Registro SEC	Form F-6	Form F-6	F-1 e F-6	Nenhuma	Depende: novas emissões como - Nível III, venda privada como regra 144 ^a
Emissão de Ações	Somente ações já emitidas	Somente ações já emitidas	Novas emissões	Novas emissões	
Padrões Contábeis	País de origem	USGAAP Forma 20-F preenchida anualmente	USGAAP Forma 20-F	País de origem	
Tempo	10 semanas	10 semanas	14 semanas	16 dias	Depende do país
Custo	< ou = U\$25.000	U\$200,000 a U\$700,000	U\$500,000 a U\$2,000,000	U\$250,000 a U\$500,000	Depende do país

Quadro 6 - Processo de Emissão por tipo de Depositary Receipt
Fonte: Marcon (2002, p. 26)

Marcon (2002, p.15) aponta algumas vantagens para as empresas que emitem ADRs. Para a autora, as empresas, ao abrir o capital nas bolsas norte-americanas, ampliam o número de investidores, melhoram a imagem, aumentam a liquidez de suas ações, facilitam as fusões e aquisições internacionais e reduzem o custo de capital. “Os custos incorridos para emissão dos títulos na maioria dos casos, são inferiores aos benefícios advindos” (MARCON, 2002, p.15).

Segundo Marcon (2002, p.18), o Brasil possui participação representativa em função do número de empresas com ADRs na NYSE: quando comparado a todos os

outros países, sua participação é de 9% e, com relação às empresas da América Latina, sua representatividade é de 33%, como demonstrado na Tabela 1 a seguir:

Tabela 1 - Número de DR's de Empresas da América Latina na NYSE

Região	Depository Receipts	Participação (%)
Argentina	11	11%
Brasil	33	33%
Chile	23	23%
Colômbia	1	1%
Rep. Dominicana	1	1%
México	27	27%
Peru	2	2%
Venezuela	2	2%
Total	100	

Fonte: Marcon (2002, p.18).

Em outubro de 2007, o Brasil também registra participação representativa em função da emissão de ADRs na NYSE, quando comparado aos demais países da América Latina, de acordo com a Tabela 2 apresentada a seguir. Isso pode ser explicado, pelas vantagens em abrir capital nas bolsas norte americanas, conforme apontadas por Marcon anteriormente.

Tabela 2 - Número de DR's de Empresas da América Latina na NYSE em Outubro de 2007.

Região	Depository Receipts	Participação (%)
Argentina	12	13%
Brasil	37	41%
Chile	17	19%
Colômbia	1	1%
Panama	3	3%
México	18	20%
Peru	2	2%
Total	90	

Fonte: NYSE <www.nyse.com> em 22/10/2007.

As empresas estrangeiras que emitem ADR II e III devem atender às exigências da SOX. As empresas brasileiras que emitem esses dois tipos de ADRs são também foco de análise deste trabalho, fazendo-se necessário o estudo detalhado desse instrumento legal, o qual será feito na secção a seguir.

3.4 Lei Sarbanes-Oxley

Após várias crises de credibilidade enfrentadas pelo mercado de capitais norte-americano, em razão dos escândalos contábeis envolvendo empresas como Enron, WordCom, Tyco, o governo daquele país reagiu promulgando uma nova Lei: a Sarbanes Oxley.

A Lei Sarbanes-Oxley foi assinada, nos EUA, pelo presidente do Congresso, George Arbusto, no dia 30 de julho de 2002. Essa lei teve origem em projetos de lei elaborados pelo senador americano Paul Sarbanes e pelo deputado federal Michael Oxley, sendo oficialmente intitulada: *Sarbanes-Oxley Act 2002*, também conhecida por Sarbox ou Sox.

De acordo com Santos e Lemes (2007, p.6), a Sarbox está estruturada em 11 títulos e 69 seções. Os títulos são compostos, em média, por 6 seções, que abordam temas específicos. As autoras destacam as seções de números 302 e 404, que se referem às certificações e às divulgações para os controles internos. Essas seções determinam que o Presidente e os Diretores estejam conscientes dos controles internos.

“Quando os executivos foram questionados sobre as falsas demonstrações contábeis emitidas pelas empresas, muitos alegaram a falta de conhecimento acerca das práticas contábeis adotadas pelas companhias.” (SANTOS e LEMES, 2007, p.9). As autoras asseveram que a seção 302 invalida a justificativa anteriormente mencionada, já que o presidente e o diretor financeiro passaram a emitir certificados trimestrais contendo as disposições expostas a seguir:

- a) eram responsáveis, realmente, pelo estabelecimento e pela manutenção dos controles internos;
- b) projetaram esses controles (ou supervisionaram seu projeto para assegurar que as informações materiais cheguem ao conhecimento de todos);
- c) avaliaram a eficácia desses controles trimestralmente e divulgaram em relatório as conclusões acerca da eficácia de tais controles;
- d) divulgaram tanto ao Comitê de Auditoria quanto aos auditores independentes:

- i) todas as deficiências relevantes identificadas nos controles,

- ii) qualquer fraude envolvendo funcionários da administração ou qualquer outro que atue significativamente nos controles internos da companhia, e, ainda, que revelaram, nos documentos destinados à SEC, todas as alterações realizadas nos controles internos para suprir as deficiências identificadas.

Segundo as autoras, a seção 404 exige que o presidente e os diretores financeiros da empresa divulguem relatórios referentes à efetividade dos controles e à elaboração das demonstrações financeiras, em conjunto com as demonstrações contábeis anuais.

A Sox é aplicável às empresas norte-americanas e também a empresas não-americanas listadas no mercado de ações dos Estados Unidos, que possuam ADRs de níveis II e III negociados. Como anteriormente mencionado, dentre as regras de governança corporativa impostas por esta lei, está a certificação das demonstrações financeiras pelo CEO (*chief executive officer*) e pelo CFO (*chief financial officer*). A certificação é obtida por meio de um atestado individual, assinado de próprio punho, individualizando as responsabilidades pelas informações relatadas.

A lei estabelece regras de transparência nos atos societários e nas demonstrações financeiras, e obriga a SEC (*Securities and Exchange Commission*) a revisar os informativos divulgados ao mercado uma vez a cada três anos. Além disso, a lei amplia as penalidades associadas a fraudes.

De acordo com Song e Thakor (2006), a SOX possui quatro requisitos chave:

“Primeiro, isso requer exata, extensa e oportuna informação transparente, demandando das empresas estabelecerem e manterem um adequado controle interno estruturado e produzindo suporte para as demonstrações financeiras com avaliações da eficácia dos controles internos atestados por uma auditoria externa. Segundo, a SOX estipula uma medida de controle independente, requerendo que o comitê de gestão consista inteiramente por diretores que não tenha nenhuma afiliação com a empresa... Terceiro, a SOX possui um conjunto de rigorosas normas para compensação dos executivos, e tentativas para reduzir as probabilidades financeiras de reportar

aumentos das compensações dos executivos. Finalmente, a SOX amplia as definições de crimes de fraudes corporativas e aumenta as penalidades correspondentes as fraudes. (Song e Thakor, 2006, p. 1.846, tradução nossa)”.

Oliveira e Linhares (2006, p.7) destacam a aplicabilidade da Lei Sarbanes-Oxley às empresas estrangeiras que possuam valores mobiliários registrados na SEC, ou seja, empresas que possuam programas de ADRs e que devam atender aos requisitos dessa Lei para negociá-los no mercado norte-americano.

Para as autoras, as empresas estrangeiras, bem como as brasileiras, estão adequando-se com o intuito de concluir as adaptações para certificar os controles internos exigidos na Lei. Essas adaptações são as mais difíceis e de maiores custos de implantação. Ainda conforme as autoras, conseguir que os processos funcionem corretamente é fator de maior impacto ao longo prazo e de exatidão e confiabilidade dos relatórios financeiros.

Vale ressaltar que a certificação dos controles internos requer revisões nos processos, essas revisões podem identificar e eliminar gargalos. Além disso, a necessidade de padronizar e registrar os procedimentos proporciona mais eficácia e eficiência na operação e mais credibilidade à auditoria.

Conforme Gradilone (2006, p. 1), as empresas brasileiras que se adaptaram à Sox identificaram alguns dos benefícios gerados, como: melhorar os controles, facilitar a gestão e cortar custos. O autor expõe alguns exemplos de empresas, conforme citados a seguir:

- a) A Siemens reduziu de 30% para 5% os problemas em suas compras, e o tempo de processamento caiu de 05 dias para 02 dias.
- b) O ABN Amro Real baixou de 8 para 4 dias úteis o prazo para fechamento das demonstrações contábeis mensais.
- c) A CPFL Energia reduziu em, aproximadamente, 60% o número de processos gerenciais que eram realizados manualmente.

O atendimento as exigências da Sox gera, inicialmente, custos adicionais para as adequações, porém, no médio e longo prazo, podem ser percebidos os ganhos advindos da adaptação. No entanto não foram localizados registros dos montantes economizados pelas empresas brasileiras, e alguns ganhos não serão mensurados, como,

por exemplo: propiciar a maior visibilidade do negócio, evitar a repetição de erros com a padronização dos processos e proteger a empresa contra fraudes.

Por sua vez, Santos e Lemes (2007), ao confrontar as questões principais da Lei Sarbanes-Oxley com a legislação contábil brasileira, concluem que grande parte das companhias brasileiras de capital aberto estão se adequando a boas práticas de governança corporativa determinadas pela CVM, e muitas das exigências da Lei SOX já estão em vigor no Brasil, sendo, portanto, poucas as mudanças para adequar a Lei ao cenário brasileiro. As autoras ainda ressaltam que uma das principais diferenças encontradas é o Comitê de Auditoria, citado na seção 301 da referida Lei.

O Quadro 7, a seguir, ilustra as principais diferenças entre a legislação brasileira e a SOX.

Lei Sarbanes-Oxley	Legislação Brasileira
<ul style="list-style-type: none"> O auditor independente não pode prestar serviço de consultoria à empresa que ele está auditando (Seção 101) 	<ul style="list-style-type: none"> As empresas de auditoria não podem prestar serviço de consultoria ou outros serviços que possam caracterizar a perda de sua objetividade e independência (I.N. – CVM 308/99)
<ul style="list-style-type: none"> Proíbe, direta ou indiretamente, inclusive, por intermédio de subsidiárias, a oferta, manutenção, ampliação ou renovação de empréstimos entre a empresa e quaisquer conselheiros ou diretores (Seção 402) 	<ul style="list-style-type: none"> Não existe a proibição de empréstimos
<ul style="list-style-type: none"> Exige padrões de conduta e maior responsabilidade dos advogados. Qualquer irregularidade legal cometida pelos clientes deverá ser comunicada ao Comitê de Auditoria pelos advogados (Seção 307) 	<ul style="list-style-type: none"> Não existe obrigatoriedade deste relato
<ul style="list-style-type: none"> Os diretores executivos e os diretores financeiros devem emitir relatórios trimestrais contendo a certificação de que eles executaram a avaliação da eficácia dos controles (Seção 302) 	<ul style="list-style-type: none"> Trimestralmente, em conjunto com as demonstrações financeiras, a companhia deve divulgar relatório preparado pela administração com a discussão e a análise dos fatores que influenciaram, preponderantemente, o resultado, indicando os principais fatores de risco interno e externo a que está sujeita a companhia (Cartilha Governança Corporativa – CVM)
<ul style="list-style-type: none"> Caso a empresa apresente erros nas demonstrações contábeis e tenham que republicá-las, gerando prejuízos para a empresa, o diretor financeiro e o presidente terão que devolver qualquer bônus e até mesmo participação nos lucros que eles tenham recebido (Seção 304) 	<ul style="list-style-type: none"> Não existe obrigatoriedade deste fato
<ul style="list-style-type: none"> O presidente e os diretor financeiro da 	<ul style="list-style-type: none"> Não existe obrigatoriedade deste fato

<p>companhia devem divulgar um relatório sobre a efetividade dos controles internos e a elaboração das demonstrações financeiras, juntamente com os relatórios anuais (seção 404)</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • A pena para o presidente e diretor financeiro que omitirem informações ou apresentar informações falsas pode variar de 10 a 20 anos de prisão e/ou altas multas (Seção 802) 	<ul style="list-style-type: none"> • Os administradores respondem civilmente pelos prejuízos que causarem à companhia, quando ultrapassarem os atos regulares de gestão ou quando procederem, dentro de suas atribuições e poderes, com culpa ou dolo
<ul style="list-style-type: none"> • Exige que papéis e e-mails dos principais documentos relacionados com a auditoria sejam mantidos por 5 anos e determina pena de 10 anos por destruir tais documentos (Seção 802) 	<ul style="list-style-type: none"> • O auditor, para fins de fiscalização do exercício profissional, deve conservar em boa guarda toda a correspondência, os relatórios, os pareceres e os demais documentos relacionados com a auditoria pelo prazo de 5 anos, a contar da data de emissão do parecer (NBC P1 – resolução 821/97)
<ul style="list-style-type: none"> • Determina a criação do comitê de auditoria composto por membros independentes, que deverão supervisionar os processos de elaboração, divulgação e auditoria das demonstrações financeiras (Seção 301) 	<ul style="list-style-type: none"> • Não é obrigatória a criação do comitê de auditoria, a SEC permitiu que as empresas brasileiras o substituam pelo Conselho Fiscal ou Conselho de Administração
<ul style="list-style-type: none"> • Na composição do Comitê de Auditoria, é exigido que pelo menos um dos membros seja um especialista em financeiras (Seção 407) 	<ul style="list-style-type: none"> • O Conselho de Administração (que substitui o Comitê de Auditoria) deve ter pelo menos dois membros com experiência em finanças (Cartilha Governança Corporativa – CVM)
<ul style="list-style-type: none"> • O controle interno é um dos itens exigidos com bastante rigor pela Lei Sarbanes-Oxley. Esta determina que o presidente e o diretor financeiro devem estabelecer e manter o controle interno da empresa (Seção 302) 	<ul style="list-style-type: none"> • O sistema contábil e de controles internos é de responsabilidade da administração da entidade: porém o auditor deve efetuar sugestões objetivas para o seu aprimoramento, decorrentes de constatações feitas no transcorrer do seu trabalho (NBC T 11- resolução 820/97)
<ul style="list-style-type: none"> • Obriga o rodízio periódico dos sócios da empresa de auditoria (Seção 203) 	<ul style="list-style-type: none"> • As empresas devem fazer um rodízio das empresas de auditoria a cada 5 anos
<ul style="list-style-type: none"> • Proíbe o auditor de prestar serviços considerados fora do âmbito da prática do auditor, como, por exemplo, serviços atuariais, funções de administração ou de recursos humanos, serviços relativos aos registros contábeis ou às demonstrações financeiras (seção 201) 	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe obrigatoriedade deste fato
<ul style="list-style-type: none"> • Deverá adotar um código de ética para administradores financeiros seniores (seção 406) 	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe obrigatoriedade deste fato

Quadro 7 - Lei Sarbanes-Oxley e Legislação do Brasil

Fonte: SANTOS E LEMES (2007, p. 14).

Diante do levantamento dos pontos principais da Lei Sox e da legislação brasileira, conclui-se que muitas exigências da Sox já se encontram em vigor no Brasil. As divergências das normas estão, principalmente, no Comitê de Auditoria e na certificação dos controles internos exigidos pela Sarbanes-Oxley.

Sousa e Fraga (2004, p. 7) resumizam os objetivos das regras contidas na SOX para os expostos abaixo:

- a) Transparência na divulgação de informações – *full and fair disclosure*;
- b) Prestação de contas assegurando a adequada e eficiente elaboração e divulgação das demonstrações financeiras e demais informações relacionadas à empresa;
- c) Tratamento justo e equânime para as partes interessadas.

Para Sousa e Fraga (2004, p. 7), as indicações arroladas acima representam os princípios fundamentais de boas práticas de Governança Corporativa.

A seguir, no quadro 8, são apresentadas as empresas brasileiras que emitem ADRs na Bolsa NYSE

Empresas Brasileiras	Data Emissão de ADR
Ambev - Companhia de Bebidas das Americas	4/6/1997
Ambev - Companhia de Bebidas das Americas	4/6/1997
Acracruz Celulose S/A	27/5/1992
Banco Bradesco S/A	22/3/2004
Banco Itaú Holding Financeira	21/2/2002
Brasil Telecom Participações S/A	16/11/1998
Brasil Telecom S/A	16/11/2001
Braskem S/A	21/12/1998
Companhia Brasileira de Distribuição	29/5/1997
Companhia Energética de Minas Gerais - Cemig	18/9/2001
Companhia Paranaense de Energia (COPEL)	30/7/1997
Companhia Suderúrgica Nacional SID	14/11/1997
Companhia Vale do Rio Doce (CVRD)	20/6/2000
Companhia Vale do Rio Doce (CVRD)	21/3/2002
CPFL Energia S/A	29/9/2004
Embraer - Empresa Brasileira de Aeronautica	21/7/2000
Embratel Participações S/A	16/11/1998
Gafisa S/A	16/3/2007
Gerdau S/A	10/3/1999
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A	24/6/2004
Perdigão S/A	12/4/2006
Petrobras - Petróleo Brasileiro S/A	10/8/2000
Petrobras - Petróleo Brasileiro S/A	22/2/2001
Sabesp	10/5/2002
Sadia S/A	10/4/2001
TAM S/A	10/3/2006
Tele Norte Celular Participações S/A	16/11/1998
Tele Norte Leste Participações S/A	16/11/1998
Telebras HOLDERS	28/7/1998
Telecomunicações de São Paulo S/A - Telesp	16/11/1998
Telemig Celular Participações S/A	16/11/1998
TIM Participações S/A	16/11/1998
Ultrapar Participações S/A	7/10/1999
União de Banco Brasileiros S/A - Unibanco	22/5/1997
Vivo Participações S/A	16/11/1998
Votorantim Celulose e Papel S/A	14/4/2000

Quadro 8 - Empresas que emitem ADR na Bolsa NYSE
Fonte: Adaptado da página da *Internet NYSE* (2007)

Nota-se que a maioria das empresas iniciaram a emissão de ADRs antes da Lei Sarbanes-Oxley entrar em vigor e que essas empresas possuem representatividade no mercado brasileiro. No entanto elas tiveram prazo para adequações e atendimentos às novas regras impostas. “A SEC prorrogou a data de conformidade de empresas não americanas para os anos fiscais que terminam em 15 de julho de 2005 ou depois desta data.” (OLIVEIRA e LINHARES, 2006, p. 7).

Outro ponto importante a ser observado é que, apesar de as empresas brasileiras em sua grande maioria, iniciarem a emissão de ADRs na NYSE em períodos

anteriores, as empresas aderiram ao Novo Mercado. Somente em 2002, a SOX entrou em vigor, e o órgão regulador do mercado acionário norte-americano estipulou prazo para as empresas estrangeiras efetuarem as adequações para atenderem às exigências dessa Lei. Além disso, somente em 2006, as empresas brasileiras foram auditadas com relação às certificações dos controles internos e atestados emitidos por seus administradores.

Os efeitos da dupla listagem, ou seja, a emissão de títulos em mais de uma Bolsa de Valores, sobre os preços das ações, bem como a ampliação de informações disponibilizadas pelas empresas ao mercado tornaram-se temas de estudos em finanças. Esses estudos buscam mapear esses efeitos, conforme exposto na seção 3.5 e na seção 3.6 a seguir.

3.5 Efeitos da Dupla Listagem e dos Níveis Diferenciados de Governança

Andrade e Rossetti (2004) argumentam que a governança corporativa pode contribuir em três fatores do desenvolvimento econômico de um país, quando influenciam: (i) empresas: na melhoria da imagem institucional, aumento da liquidez e da valorização das ações e menor custo de capital; (ii) investidores: garantia dos direitos, maior precisão da precificação das ações, qualidade das informações e menores riscos; (iii) mercado de capitais: alternativa viável de capitalização, aumento de emissões e das aberturas de capital e maior liquidez.

Portanto, governança corporativa é um tema importante para o desenvolvimento empresarial e econômico, uma vez que a qualidade das informações geradas pelas empresas de capital aberto tornou-se atributo exigido pelos investidores para que possam investir seus recursos financeiros com maior segurança. Tal situação desencadeia a busca pelas melhores práticas de governança. Dentre as melhores práticas, podem se citar: o Novo Mercado, os Níveis Diferenciados de Governança: Nível I e Nível II e os requisitos impostos pela Lei Sarbanes-Oxley.

Considerando a relação entre governança corporativa, transparência, redução da assimetria de informações e valorização das ações pelo mercado, esta seção apresenta alguns trabalhos que buscam identificar os impactos no mercado acionário diante da adesão de empresas a Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da

BOVESPA, e outros trabalhos que intentam determinar os efeitos da listagem de ações em bolsas de países distintos.

O estudo realizado por Camargos e Barbosa (2006) analisou o impacto da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações no mercado. De acordo com os autores, a adesão aos Níveis não resultou na criação de riquezas para os acionistas no período em que realizaram a análise; ocorreu, principalmente, aumento de liquidez das ações ordinárias e preferenciais no longo prazo, e a adesão ao Nível II não registrou impacto maior na liquidez, quando comparado ao Nível I.

Camargos e Barbosa (2006) também mencionam outros trabalhos realizados a respeito do impacto da adesão ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados da BOVESPA, conforme ilustrado no quadro 9 a seguir. Os autores afirmam que apesar de muitos dos resultados dos trabalhos serem inconclusivos, grande parte deles (exceto Carvalho, 2003) sinalizam que a adesão não causou o impacto esperado no comportamento das ações, no mercado e no retorno ao acionista.

Autor	Objetivo(s)	Conclusões/Constatações
Comerlato, Terra e Braga (2002)	avaliar se houve uma reação positiva do mercado de capitais brasileira à adesão ao Nível I de Governança Corporativa da Bovespa por meio de um estudo de eventos.	constatarem que a adesão formal das empresas da amostra ao Nível I foi em média estatisticamente insignificante, sinalizando o não reconhecimento pelo mercado de capitais brasileiro às novas regras de Governança Corporativa
Carvalho (2003)	analisar o impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações na Bovespa.	concluiu que a migração para os níveis de Governança Corporativa teve impacto sobre a valorização das ações, além de identificar um aumento no volume de negociação e liquidez e uma redução da exposição a fatores macroeconômicos.
Aguiar, Corrar e Batistella (2004)	analisar o impacto da adesão ao Nível I de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações na Bovespa.	concluíram que não ocorreram mudanças positivas significativas com a migração para o Nível I.
Batistella <i>et al.</i> (2004)	analisar o impacto da adesão ao Nível I de Governança Corporativa sobre: a quantidade média, volume médio (\$) e preço médio das ações	concluíram que não ocorreu maior valorização das companhias que adotaram diferenciadas práticas de governança.
Lima e Terra (2004)	analisar a reação do mercado à adesão às regras de Governança Corporativa	concluíram que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de Governança Corporativa, apesar de que a adesão às regras da Bovespa não produziu uma reação diferenciadas significativas no mercado.

Quadro 9 - Trabalhos Empíricos sobre a Governança Corporativa no Mercado Brasileiro
Fonte: CAMARGOS e BARBOSA (2006, p. 3).

Outro estudo a respeito dos impactos da adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa foi realizado pelos autores Martins, Silva e Nardi (2006), que verificaram as possíveis alterações na liquidez das ações das empresas que migraram do nível tradicional para alguns dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Os resultados do estudo indicaram alterações no nível de liquidez, principalmente das ações ordinárias. Os autores asseguram que existem fortes indícios de que a migração das empresas para alguns dos NDGC tem impacto direto na liquidez da ação e, indiretamente, no custo de capital dessas empresas.

Macedo, Melo e Filho (2006) investigaram se existem variações significativas no risco das ações das empresas que aderiram ao Nível I. O estudo constatou que não existem evidências estatisticamente significantes para afirmar que os investidores alteraram a percepção de risco das empresas que aderiram ao Nível I de governança corporativa da BOVESPA.

Logo, diversos e distintos são os resultados dos estudos realizados acerca dos impactos nas variáveis empresariais e do mercado, quando as empresas aderem aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Contudo outros estudos buscaram analisar os efeitos da dupla listagem, ou seja, os efeitos naquelas empresas que, além do seu país de origem, emitem ações em países estrangeiros.

Rodrigues, Ramos e Barbosa (1999) declaram que, desde que as empresas brasileiras iniciaram a utilização de negociações de ações no mercado norte-americano por intermédio de ADRs, muito se discute a respeito de alguns efeitos, tais como: o valor das empresas emissoras, a indústria de intermediação nacional e o comportamento das ações dessas empresas no mercado doméstico.

Segundo o trabalho realizado por Rodrigues, Ramos e Barbosa (1999), as empresas que emitiram ADRs a partir de 1992 aumentaram a visibilidade de suas ações, obtiveram aumento da liquidez e do volume de negócios e reduziram o risco de quase todos os papéis. Para esses autores, no mercado doméstico, quase todos os setores ligados ao mercado de capitais são beneficiados pela dupla listagem de ações por meio de ADRs. Eles argumentam, ainda, que os investidores passaram a dispor de preços mais justos, menores riscos e informações mais transparentes; as empresas emissoras ampliaram suas possibilidades de obtenção de recursos e a custos menores; a indústria de intermediação incrementou seus ganhos ao intermediar um maior volume de negócios.

Portanto, diante dessa gama de efeitos ocasionados pela dupla listagem, outros estudos foram motivados, como a pesquisa sobre a relevância das demonstrações em US GAAP, o gerenciamento de resultados, a eficiência do conteúdo informacional, bem como o nível de conservadorismo das empresas.

Costa (2005) e Costa e Lopes (2007) realizaram estudos a respeito da relevância das demonstrações em US GAAP. Eles avaliaram a importância dos ajustes efetuados no lucro e no patrimônio líquido das empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque para o mercado doméstico. Os resultados apresentados apontaram que as informações elaboradas segundo os princípios de contabilidade, geralmente, aceitos no Brasil são relevantes; no entanto as informações em US GAAP disponibilizadas por essas empresas, em junho de cada ano, possuem menor ou igual relevância do que as divulgadas em abril, e que os ajustes aos US-GAAP efetuados ao patrimônio líquido refletem informações relevantes ao mercado.

Tukamoto (2004) buscou demonstrar evidências sobre o nível de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras. O gerenciamento de resultados é definido como a alteração proposital dos resultados contábeis dentro dos limites legalmente aceitos pelas normas e práticas contábeis. A autora efetuou testes empíricos com duas amostras de empresas: as empresas brasileiras registradas na BOVESPA emissoras de ADR e as empresas não emissoras de ADR. O estudo demonstrou que o nível de gerenciamento de resultados não diferia nas duas amostras, e que, portanto, a estrutura de governança não alterou o nível de gerenciamento dos resultados.

Nascimento (2006), por meio de seu trabalho, verificou a eficiência do conteúdo informacional do resultado contábil em US GAAP das empresas com ações negociadas na NYSE. A autora analisou o comportamento dos retornos das ações na BOVESPA próximo à data de depósito do Formulário 20-F na SEC e, para isso, definiu duas categorias de eventos: “boas notícias” e “más notícias”, classificadas de acordo com o lucro anormal. Os resultados encontrados revelaram que o lucro ou prejuízo em US GAAP não impactam, significativamente, o retorno das ações no mercado acionário brasileiro.

Santos (2006) declara que não se pode alegar que existe um maior conservadorismo das empresas brasileiras emissoras de ADR no atendimento às normas americanas.

O Quadro 10, a seguir, resume os trabalhos, anteriormente mencionados, a respeito da dupla listagem.

Autores	Objetivos	Resultados
Rodrigues, Ramos e Barbosa (1999)	Analisar por meio do "estudo de eventos" as ações de empresas brasileiras que lançaram ADRs a partir de 1992.	As empresas que emitiram ADRs a partir de 1992 aumentaram a visibilidade de suas ações, obtiveram aumento da liquidez e do volume de negócios e reduziram o risco de quase todos os papéis.
Costa (2005) e Costa e Lopes (2007)	Avaliar a relevância das informações disponibilizadas ao mercado por empresas brasileiras com ADRs negociados na NYSE, bem com a importância dos ajustes efetuados no lucro e no patrimônio líquido das empresas brasileiras.	As informações elaboradas segundo os princípios de contabilidade, geralmente, aceitos no Brasil são relevantes; no entanto as informações em US GAAP disponibilizadas por essas empresas, em junho de cada ano, possuem menor ou igual relevância do que as divulgadas em abril. Os ajustes aos US-GAAP efetuados ao patrimônio líquido refletem informações relevantes ao mercado.
Tukamoto (2004)	Demonstrar evidências sobre o nível de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras, por meio de testes empíricos com duas amostras de empresas: as empresas brasileiras registradas na Bovespa emissoras de ADR e as empresas não emissoras de ADR.	O nível de gerenciamento de resultados não difere nas duas amostras, portanto, a estrutura de governança não alterou o nível de gerenciamento dos resultados.
Nascimento (2006)	Verificar a eficiência do conteúdo informacional do resultado contábil em US GAAP das empresas com ações negociadas na NYSE, por meio da análise do comportamento dos retornos das ações na Bovespa próximo à data de depósito do Formulário 20-F na SEC e, para isso, definiu duas categorias de eventos: "boas notícias" e "más notícias", classificadas de acordo com o lucro anormal.	o lucro ou prejuízo em US GAAP não impactam, significativamente, o retorno das ações no mercado acionário brasileiro.

Quadro 10 – Resumo dos Trabalhos a Respeito da Dupla Listagem.

Diante disso, o presente estudo busca verificar se o mercado acionário brasileiro valoriza as informações das empresas que emitem ADR e das empresas que aderem ao Novo Mercado, visto que estas estão obrigadas a seguir requisitos rígidos de governança corporativa.

3.6 Eficiência de Mercado

Segundo Camargos, Gomes e Barbosa (2003), a Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) constitui um dos alicerces da Moderna Teoria de Finanças. Essa hipótese pressupõe que as informações relevantes são instantaneamente inseridas nos preços dos ativos financeiros, portanto, o preço corrente de um título é a melhor

estimativa de seu preço. Não existe a possibilidade de ganhos anormais, ou seja, acima da média do mercado, nem para os investidores nem para as empresas que possuam títulos no mercado de capitais.

Para Fama (1973, p.133), a existência de um mercado de capitais pressupõe preço justo das ações, isso ocorre quando se conhecem os prováveis retornos futuros e a taxa de retorno. Portanto, o preço justo está relacionado com o processo de eficiência de incorporação das informações aos preços das ações, não havendo espaço para qualquer ganho anormal no mercado acionário em um mercado de capitais eficiente.

Ainda segundo Fama (1970, p. 387), as condições para um mercado eficiente são:

- a) Inexistência de custos de transação em negociação de títulos.
- b) Todas as informações disponíveis estarem isentas de custos para os participantes do mercado.
- c) Existência de expectativa homogênea em relação aos retornos futuros de cada título.

Fama (1970) definiu três níveis de eficiência, ao considerar as informações disponíveis e a sua relevância no processo de precificação dos ativos, como discriminadas a seguir:

- (a) Forma Fraca: o mercado reflete completamente as informações sobre os preços passados dos títulos, sendo, portanto, uma informação fácil de ser obtida. O retorno anormal não pode ser obtido, já que os preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros.
- (b) Forma Semi-forte: os preços são reflexos do conjunto de dois fatores: o histórico do comportamento dos preços e de todas as informações publicadas (balanços, notícias na imprensa, comunicados de fatos relevantes dentre outros).
- (c) Forma Forte: além das informações anteriormente referidas, afirma que os preços refletem informações privadas. Um *insider* (quem possui informações privadas) não consegue adquirir ganho anormal superior ao retorno de um índice *proxy* do mercado, já que este perceberia a tentativa, corrigindo o preço antes da concretização da transação.

De acordo com Hendriksen e Breda (1999), as evidências obtidas, até o presente momento, referentes à forma forte de eficiência não demonstram que essa

hipótese seja verdadeira. Logo, o mercado pode ser considerado ineficiente com relação à informação privada, já que, por meio desta, seria possível auferir retornos anormais.

Fama, em 1991, sugeriu outras denominações para os níveis de eficiência, conforme apresentado no Quadro 11 a seguir:

Forma	Características	Nova Classificação Fama (1991)
Fraca	O mercado incorpora completamente as informações sobre os preços passados dos títulos. Isto é, retornos anormais (acima da média de mercado) não poderiam ser obtidos com base nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros.	Previsibilidade de Retornos Passados
Semiforte	Os preços refletem não apenas o histórico do comportamento dos preços, como também toda informação pública, tais como balanços das companhias, notícias na imprensa, comunicados de fatos relevantes, etc.	Estudo de Eventos
Forte	Além das informações mencionadas anteriormente (histórico dos preços e informações públicas), os preços refletem as informações não públicas (privadas).	Testes de Informação Privada

Quadro 11 - Níveis de Eficiência e Novas Classificações
Fonte: Camargos e Barbosa (2003, p. 12).

O estudo de evento, mencionado no quadro 11, é um método que consiste, basicamente, na verificação da influência de eventos específicos na performance das empresas, por meio da investigação dos efeitos de tais eventos nos valores de mercado dos títulos das empresas (SOARES, ROSTAGNO E SOARES, 2002, p. 01)

O estudo realizado por Silva (2003), com o intuito de destacar a importância da hipótese de eficiência do mercado de ações e apontar algumas das principais anomalias encontradas no mercado, concluiu que as evidências e os testes de estudos de eventos apresentam-se menos controversos, e que os resultados de sua análise, de forma geral, demonstram que na média os preços têm se ajustado rapidamente às novas informações; sendo assim, o mercado é eficiente.

O presente estudo utiliza a metodologia de estudo de eventos para responder ao problema de pesquisa. A metodologia bem como os resultados do trabalho serão mais bem detalhados na próxima seção.

4 Metodologia

4.1 Estudo de Eventos

Um estudo de eventos consiste em utilizar um modelo de geração de retorno acionário, considerado como padrão (retorno normal), o qual é tido como o retorno que o título teria, caso o evento não ocorresse (CAMARGOS e BARBOSA, 2006, p.4). Portanto, o modelo baseia-se nos retornos anormais ou extraordinários ocorridos em relação aos retornos esperados das ações em torno e na data do evento.

Segundo Camargos e Barbosa (2003, p. 1), os estudos de eventos são largamente utilizados em Finanças, sobretudo, na mensuração da eficiência informacional do mercado em sua forma semi-forte, como descrita na seção anterior.

Paxon e Wood (1998) apud Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 02) afirmam que o estudo de evento retrata um desenho de pesquisa empírica de ampla utilização nas áreas de Finanças e Contabilidade. Isso se deve ao fato de que, nessas áreas, se estudam os impactos dos eventos econômicos ou financeiros no comportamento do mercado de títulos.

De acordo com Mackinlay (1997), os estudos de evento não são recentes. O autor cita que o primeiro estudo, provavelmente, foi realizado por Dolley, em 1933, com o intuito de verificar os efeitos nos preços em torno de 95 anúncios de desdobramento de ações no período compreendido entre 1921 e 1931.

No entanto, no final da década de 1960, estudos como os realizados por Ball e Brown (1968) e Fama *et al* (1969) contribuíram para a consolidação do uso do modelo estatístico. Os primeiros autores analisaram a resposta do mercado à divulgação das demonstrações contábeis, e os segundos autores mencionados examinaram como os preços das ações ordinárias se ajustavam diante de novas informações oriundas de um desdobramento.

Dessa forma, a teoria que sustenta esse modelo foi reforçada no estudo realizado por Fama *et al*, em 1969. Ela pressupõe que o mercado possui um nível de eficiência semi-forte, em que a informação pública é rapidamente refletida nos preços das ações.

Mackinlay (1997) e Campbell, Lo e Mackinlay (1997) apud Soares, Rostagno e Soares (2002, p.2) indicaram os procedimentos de um estudo de evento de forma analítica, como apresentado a seguir na figura 1:

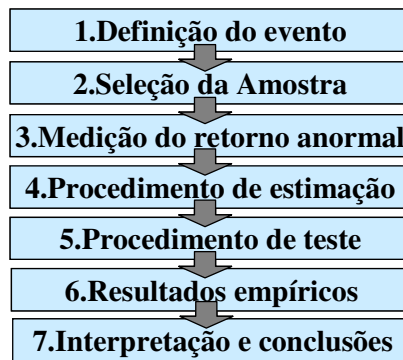


Figura 1 - Fases do Estudo de Evento

Fonte: Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 02).

A seguir, cada uma dessas etapas, procedimentos e testes estatísticos serão descritos de forma mais detalhada, para facilitar a compreensão do uso dessa metodologia.

4.1.1 Definição do Evento

Na etapa de definição do evento, o evento a ser analisado, a data de relevância para ele e o período durante o qual os preços dos títulos das empresas envolvidas serão analisados (janela do evento) são definidos. De acordo com Soares, Rostagno e Soares (2002, pg. 02), devem ser considerados períodos de tempo relevantes para a verificação da alteração.

Camargos e Barbosa (2003, p. 3) concordam com os autores anteriormente citados e esclarecem que a definição da janela de evento e da janela de estimação envolve certo grau de subjetividade e arbitrariedade por parte de quem realiza o estudo, além de depender do evento estudado e dos objetivos esperados com o uso da metodologia. Vale ressaltar que as escolhas da janela do evento e da janela de estimação possuem caráter subjetivo.

O estudo de evento é estruturado, basicamente, como segue:

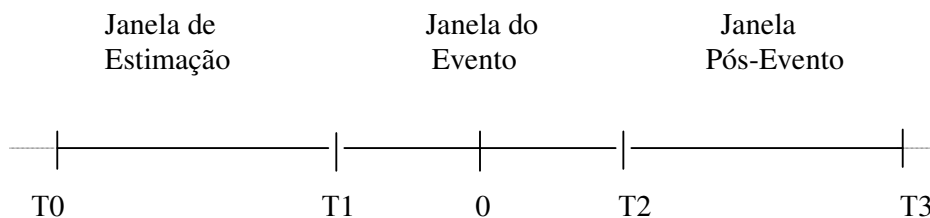


Figura 2 - Linha do Tempo – Estudo de Evento
 Fonte: MACKINLAY (1997, p. 20).

A janela de estimação refere-se a um período anterior ao evento e é utilizada para calcular os parâmetros de estimação do retorno esperado (normal).

No presente estudo, os eventos analisados são:

(i) o comportamento do mercado acionário brasileiro diante do atendimento aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley pelas empresas brasileiras emissoras de ADRs na bolsa NYSE. Para essa amostra, a data do evento, ou “data zero”, é o dia em que o formulário 20-F foi arquivado na SEC. A janela do evento é o período compreendido entre (-15) e (+15) dias em torno da data do evento. A janela de estimação compreende noventa observações (-105) a (-16), ou seja, o período de noventa dias anteriores à janela do evento.

(ii) o comportamento do mercado acionário brasileiro diante do atendimento aos requisitos de adesão ao Novo Mercado pelas empresas brasileiras com ações listadas na BOVESPA. Para essa amostra, a data do evento, ou “data zero”, é o dia da adesão ao Novo Mercado. A janela do evento é o período compreendido entre (-15) e (+15) dias em torno da data do evento. A janela de estimação compreende noventa observações (-105) a (-16), ou seja, o período de noventa dias anteriores à janela do evento.

(iii) Os períodos da janela de evento e da janela de estimação foram definidos de forma subjetiva e arbitrária por quem realizou o estudo, uma vez que foram considerados coerentes com a necessidade de reflexo das informações nas variáveis: preço e liquidez. A definição de outras janelas pode conjecturar em alterações dos resultados.

4.1.2 Seleção da Amostra

Nesta etapa, definem-se os critérios, bem como a base de dados utilizada. Conforme mencionado por Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 2), a população da qual será escolhida a amostra é composta pelas empresas que, de certa forma, estão relacionadas com o evento. A seleção e o tratamento dos dados foram detalhados na seção 5.1 deste trabalho.

4.1.3 Medição do Retorno Esperado e Anormal

O impacto no evento é medido pelo retorno anormal ou extraordinário, e o retorno normal é definido como o retorno esperado. Este retorno é necessário para a apuração daquele, por isso, a seguir, são relatadas as formas de cálculo do retorno normal.

Soares, Rostagno e Soares (2002, p.4) abordam duas formas de cálculo para os retornos normais: a forma tradicional, que pressupõe um regime de capitalização discreta, em que se considera que as informações de mercado ocorrem em instantes distintos, causando variações discretas nos preços. A outra forma é a capitalização contínua, em que se leva em conta que as informações de mercado ocorrem a todo o momento, e as ações reagem continuamente a essas informações.

Segundo esses autores, a utilização de uma das formas de cálculo depende da dinâmica informacional e das respostas do mercado a essas informações. Além disso, a escolha da forma de cálculo envolve conseqüências estatísticas quanto à distribuição de freqüências dos retornos.

Ainda de acordo com Soares, Rostagno e Soares (2002, p.5), na forma tradicional de cálculo, o preço de um título em um período é obtido pela fórmula a seguir:

$$P_t = P_{t-1}(1+r) \quad (1)$$

Em que:

- r é a taxa de retorno.
- P_t é o preço da ação na data t
- P_{t-1} é o preço da ação na data $t-1$

A expressão pode ser definida como:

$$\frac{P_t}{P_{t-1}} = 1 + r \Rightarrow r = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (2)$$

Ou, de forma mais direta:

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (3)$$

A Figura 3, a seguir, demonstra os resultados esperados quando se opta pela utilização do modelo tradicional:

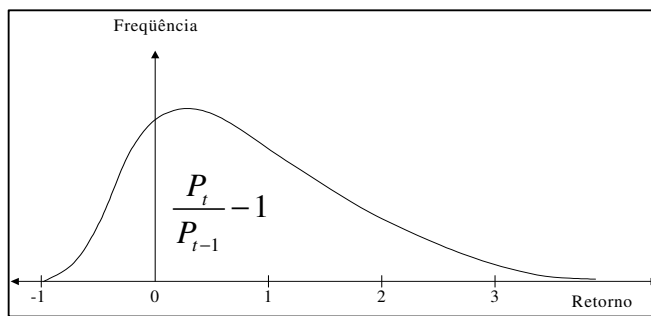


Figura 3 - Distribuição de Frequência dos Retornos pela Forma Tradicional
Fonte: SOARES, ROSTAGNO e SOARES (2002, p.5).

Portanto, a distribuição dos retornos das ações, calculada com base na forma de capitalização discreta, é assimétrica à direita.

Já para o cálculo apoiado na forma de capitalização contínua, o preço do título pode ser obtido pela expressão:

$$P_t = P_{t-1} e^r \quad (4)$$

Em que:

- r é a taxa de retorno.
 - P_t é o preço da ação na data t
 - P_{t-1} é o preço da ação na data $t-1$
- e

Após os ajustes algébricos a equação 4 pode ser definida como:

$$r = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \text{ equivalente a } r = (\ln P_t - \ln P_{t-1}) \quad (5)$$

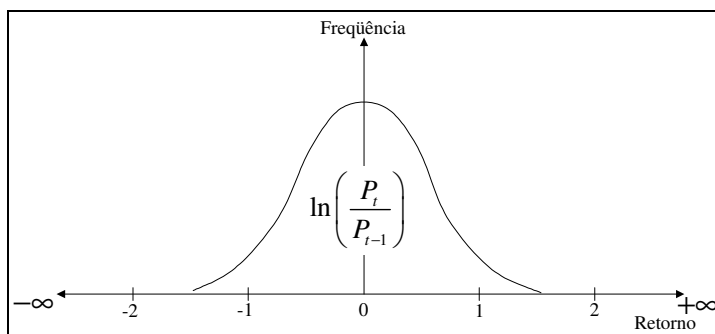


Figura 4 - Distribuição de Frequência dos Retornos pela Forma Logarítmica

Fonte: SOARES, ROSTAGNO e SOARES (2002, p.5).

A utilização da forma logarítmica resultaria em uma curva de distribuição de frequência simétrica em relação a zero, em que a distribuição de frequências dos retornos tende a aproximar os resultados obtidos do logaritmo natural da curva normal.

Soares, Rostagno e Soares (2002, p.6) apontam que a forma mais adequada de cálculo dos retornos é a logarítmica, já que apresenta uma distribuição dos retornos simétrica, ao contrário dos resultados assimétricos registrados na distribuição dos retornos, ao utilizar a forma de cálculo tradicional. A forma logarítmica apresenta distribuição de retornos mais similares à distribuição normal, que constitui uma das premissas para os testes estatísticos paramétricos.

Os passos seguintes referem-se à obtenção do retorno anormal. Segundo Camargos e Barbosa (2003, p.3), o retorno normal é o retorno esperado sem a condição de que o evento ocorra, enquanto o retorno anormal é o retorno definido como *ex post* de um título deduzido do retorno normal na janela do evento.

De acordo com Mackinlay (1997), os retornos anormais podem ser definidos em duas categorias: econômicos e estatísticos.

Os modelos econômicos, conforme o autor anteriormente citado, são: o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que pressupõe que a taxa de retornos de todos os ativos de risco é função de sua covariância com o portfólio de mercado (beta), sendo este o único medidor de risco. Esse modelo está baseado na teoria de carteiras de Markowitz (1952), que busca encontrar melhores combinações de ativos de mercado na formação de portfólios que ampliem o retorno para um determinado nível de risco.

O outro modelo econômico é o APT (*Arbitrage Pricing Theory*), que pressupõe que dois portfólios livres de risco não terão retornos esperados diferentes, já que essa diferença seria corrigida pelo mecanismo de arbitragem (operação corretiva).

Esses dois modelos econômicos, ainda de acordo com o autor, apresentam restrições adicionais, quando comparados aos modelos estatísticos, além de utilizarem suposições econômicas para o desenvolvimento do modelo.

Os modelos estatísticos, abordados por Brown e Warner em seus artigos de 1980 e 1985, são:

- (i) O modelo de retornos ajustados à média, que consiste na estimativa dos retornos anormais pela diferença entre os retornos efetivos e a média aritmética dos retornos passados dos títulos.
- (ii) O modelo de retornos ajustados ao mercado, no qual o retorno anormal é obtido pela diferença entre o retorno do título e o do portfólio de mercado.
- (iii) O modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado, em que os retornos anormais são obtidos pelos retornos individuais ocorridos em relação ao retorno do portfólio de mercado mensurado por um modelo de fator simples.

No estudo realizado por Soares, Rostagno e Soares (2002), com o objetivo de verificar a capacidade de apuração de anormalidades de diferentes modelos de cálculo do retorno anormal foi evidenciada maior eficácia no modelo de retorno ajustados ao risco e ao mercado. Além disso, eles constataram que este foi o modelo mais utilizado no período compreendido entre 1997 a 2001 nos encontros da ANPAD (Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração).

O modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado algebricamente pode ser apresentado pela equação 6 a seguir:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (6)$$

Em que:

- $A_{i,t}$ é o retorno anormal da ação i no período t ;
- $R_{i,t}$ designa o retorno da ação i no período t ;
- $R_{m,t}$ é o retorno do *portfólio* de mercado no período t ;
- α_i e β_i são valores OLS (mínimos quadrados ordinários) para o período estimado; em outras palavras, são parâmetros da regressão linear envolvendo os retornos da ação e os retornos do mercado.

Neste trabalho, optou-se pela utilização do modelo ajustado ao risco e ao mercado, considerando-se que os retornos anormais são obtidos pelos retornos individuais em relação ao mercado. Para tanto, o retorno de mercado foi mensurado pela forma logarítmica sobre o índice IBOVESPA. O beta e o intercepto, para cada ação, foram calculados na janela de estimação (-105) a (-16) dias.

4.1.4 Procedimento de Estimação e Procedimento de Teste

O procedimento de estimação é apoiado no conjunto de dados anteriores ao evento sob análise, que são utilizados como parâmetros estimação dos valores esperados. Esse período é definido como janela de estimação e, neste trabalho, refere-se ao período de (-105) a (-16) dias.

Conforme Camargos e Barbosa (2003, p. 5), o procedimento de teste consiste em desenhar a estrutura de teste para a apuração dos retornos anormais, a hipótese nula e as técnicas para agregar os retornos anormais das ações individuais. Ainda de acordo com esses autores, devido à dificuldade de apuração da data exata em que o mercado recebe a informação do evento e da possibilidade das reações do mercado diante da informação serem refletidas dias em torno do evento, os retornos anormais desses dias são acumulados para avaliar a reação dos preços ao longo da janela do evento.

Conforme os cálculos utilizados por Camargos e Barbosa (2006, p. 7), após a apuração dos retornos anormais, estes são somados (acumulados) em cada um dos dias relativos para todas as empresas que compõem cada conjunto da amostra:

$$CAR = \sum_{t=1}^n RA_{it} \quad (7)$$

Em que:

CAR = Retorno Anormal Acumulado para a empresa i no período t;

RA = Retorno Anormal para determinada empresa i no período t.

n = Número de empresas

Nascimento (2006, p.61) afirma que o índice de performance do retorno anormal acumulado possibilita verificar o desempenho de um conjunto de ações por meio de uma medida única.

O Retorno Anormal Acumulado da carteira de ações é obtido pela média aritmética dos retornos anormais das ações agrupadas. Desta forma, é possível mensurar, neste trabalho, a média dos retornos anormais das empresas que atendem aos requisitos da Sarbanes-Oxley e do conjunto de empresas que aderiram ao Novo Mercado da BOVESPA. Como apresentado a seguir, a equação 8 permite obter o índice de desempenho do retorno acumulado das ações que compõem as amostras:

$$IPRA_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n RA_t \quad (8)$$

Em que:

IPRA = Índice de Performance do Retorno Anormal Acumulado;

RA = Retorno Anormal para determinada empresa *i* no período *t*

N = Número de ações por resultado (SOX ou Novo Mercado).

Com o intuito de verificar se os retornos anormais acumulados entre os dois conjuntos de ações analisados são estatisticamente diferentes, é utilizado um teste paramétrico, qual seja o “Teste-T” de *Student*. Este teste foi utilizado neste trabalho devido ao objetivo de comparar as médias das variáveis entre as amostras em um nível de significância de 5% e, sobretudo, em razão do tamanho das amostras ($n < 30$).

4.1.5 Resultados empíricos, Interpretações e Conclusões para o Estudo de Eventos

Nesta seção, retomam-se os objetivos iniciais do trabalho, a hipótese a ser testada e, posteriormente, os resultados obtidos são descritos. A seguir, serão apresentados a seleção e o tratamento dos dados foco deste trabalho, com o objetivo de testar a hipótese H_0 abordada e responder à pergunta da pesquisa:

Pergunta da Pesquisa: Quais os impactos no preço das ações das empresas brasileiras que atenderam aos requisitos da Sarbanes-Oxley e daquelas que aderiram ao Novo Mercado?

Conseqüentemente, a Hipótese testada foi H_0 : O mercado brasileiro reage mais positivamente quando as empresas emitem ADR e, coerentemente, atendem aos requisitos da Sarbanes-Oxley.

4.2 Procedimento para Análise da Liquidez Média.

A seção 4.1 e suas subseções detalham os procedimentos da metodologia estudo de evento, que é utilizada neste trabalho para verificar o comportamento dos preços das ações que compõem as amostras analisadas.

Com o intuito de testar a hipótese H_1 , detalhada a seguir, os índices de liquidez diários foram obtidos do *software* Economática para todas as empresas que compõem as amostras estudadas no período da janela do evento (-15) a (+15) dias.

Posteriormente, as médias foram calculadas com o objetivo de verificar o comportamento da liquidez na janela do evento. Em seguida, foram aplicados “Teste – t” de *Student*, para comparar estatisticamente a liquidez média das amostras em um nível de significância de 5%.

Com base nesses dados, foram feitas análises para identificar se houve alterações de liquidez, conforme resultados apresentados na seção 5. Portanto, a hipótese testada foi:

H_0 : As empresas, quando aderem ao Novo Mercado, tornam-se mais líquidas que as empresas ao atendem aos requisitos da SOX.

5 Resultados dos Testes Empíricos

5.1 Premissas da Seleção e Tratamento dos Dados

Os dados foram coletados em diversas fontes, a saber: as datas de arquivamento do Formulário 20-F (data do evento) foram obtidas do *website* da SEC e do *website* da NYSE. As datas de adesão ao Novo Mercado (data do evento), do *website* da BOVESPA. Os dados de preços de ações, bem como o índice de mercado (IBOVESPA) e os índices de liquidez foram recolhidos da base de dados do *software* Económica.

A base de dados desse trabalho é composta por duas amostras de empresas listadas na BOVESPA: (i) as empresas que aderiram ao Novo Mercado; (ii) as empresas que emitem ADR de Níveis II e III na Bolsa de Nova Iorque.

A amostra das empresas que aderiram ao Novo Mercado, até maio de 2007, era, inicialmente, composta por 63 empresas, porém, de acordo com a seção anterior, o Estudo de Evento utiliza-se da janela de estimação para o cálculo do retorno esperado. Assim, para efetuar esse cálculo, fazem-se necessários dados históricos. Os dados históricos foram obtidos para as 10 empresas que compõem a amostra das empresas listadas no Novo Mercado, conforme apresentadas no Quadro 12 a seguir.

A amostra das empresas listadas no Novo Mercado é composta por 10 empresas, porque a maioria das empresas aderiu a esse Nível Diferenciado de Governança Corporativa, no momento em que passou a emitir ações na BOVESPA, ao passo que somente 10 empresas possuíam ações na Bolsa para posterior adesão ao Novo Mercado.

Nº da Empresa	Nome Empresa	Janela de Estimação	Setor de Atuação
1	Sabesp	-105	9/1/2002
		-16	8/4/2002
2	Tractebel	-105	3/8/2005
		-16	31/10/2005
3	Rossi	-105	14/10/2005
		-16	11/1/2006
4	Light	-105	9/11/2005
		-16	6/2/2006
5	Embraer	-105	20/2/2006
		-16	20/5/2006
6	Banco do Brasil	-105	15/3/2006
		-16	12/6/2006
7	Eternit	-105	4/5/2006
		-16	1/8/2006
8	São Carlos	-105	31/8/2006
		-16	28/11/2006
9	Cia. Hering	-105	9/2/2007
		-16	9/5/2007
10	Romi	-105	9/2/2007
		-16	9/5/2007

Quadro 12 - Empresas que compõem a Amostra do Novo Mercado

Da amostra composta pelas empresas com ações na BOVESPA e que emitem ADRs Níveis II e III na NYSE, (32 empresas), foram consideradas 28 empresas que arquivaram o formulário 20-F, na SEC, na data necessária para compor a amostra. O período compreendido refere-se aos exercícios sociais encerrados em 31/12/2005 e arquivados na SEC em 2006.

Conforme mencionado anteriormente na seção 3.4, a SEC prorrogou a data de ajustes e conformidades a SOX para as empresas não americanas, cujos exercícios encerraram em 15 de julho de 2005 ou depois dessa data.

Segundo apresentado no trabalho da KPMG (2006), a SEC exige que as empresas indiquem, no 20-F, se são: *Large Accelerated*, *Accelerated* ou *Non-Accelerated*, de acordo com seu Valor Agregado de Mercado, para fins classificatórios. O prazo em que as empresas deverão certificar os seus controles internos de acordo com a SOX 404 (*Management's Assessment of Internal Controls*), bem como o período de análise pela auditoria externa será determinado de acordo com essa classificação.

Ainda conforme o estudo da KPMG (2006), 18 empresas das 33 analisadas no estudo se qualificaram como *Large Accelerated* e, portanto, para elas, os prazos para

a certificação dos controles internos não sofreram alterações, conforme prazos divulgados pela SEC em agosto de 2006 e apresentados a seguir.

Classificação	Management Assessment of Internal Controls	Auditor Attestation on ICORF
Non-Accelerated	15/dez/07	15/dez/08
Accelerated	15/jul/06	15/jul/07
Large Accelerated	15/jul/06	15/jul/06

Quadro 13 - Classificação das empresas para atendimento a SEC
Fonte: Adaptado KPMG (2006)

A KPMG (2006) afirma que é nítida a preocupação das empresas brasileiras em efetuar as adequações necessárias, à medida que se aproxima a data para a primeira certificação dos controles internos pela administração e seus respectivos auditores externos, em atendimento a Seção 404 da Lei Sarbanes-Oxley.

Como as empresas que emitem ADRs podem possuir diferentes tipos de ações listadas na BOVESPA, foi efetuada uma segregação das ações ordinárias e preferenciais dentro da amostra das empresas que emitem ADRs. O intuito é depurar a análise, já que um dos requisitos para as empresas que aderem ao Novo Mercado é a emissão somente de ações ordinárias.

Para testar as hipóteses H_0 , a análise é realizada entre as ações ordinárias das empresas listadas no Novo Mercado e das empresas que atendem aos requisitos da SOX.

Adicionalmente, com o objetivo de analisar o comportamento do mercado acionário brasileiro em relação às empresas que emitem ADR, serão realizadas análises entre os tipos de ações emitidas por essas empresas na BOVESPA para verificar se o mercado valoriza de forma distinta esses tipos de ações.

Vale ressaltar que as ações podem ser ordinárias ou preferenciais, sendo que, aquelas implicam o poder de voto nas assembleias deliberativas da empresa, e estas oferecem preferência na distribuição de resultados ou no reembolso do capital, no caso de liquidação da companhia, porém não concede o direito ao voto ou o restringe. As ações também podem ser diferenciadas por classes, por exemplo: A, B, C. As características de cada classe são estabelecidas pela empresa emissora.

As empresas que compõem a amostra das empresas listadas na BOVESPA com ações ordinárias e que emitem ADRs são apresentadas a seguir:

Nº da Empresa	Nome da Empresa	Janela de Estimação		Setor de Atuação
1	Vivo	-105	26/12/2005	Telecomunicações
		-16	25/3/2006	
2	Tim Part.	-105	31/1/2006	Telecomunicações
		-16	30/4/2006	
3	CVRD	-105	9/2/2006	Minerais Metálicos
		-16	9/5/2006	
4	Gerdau	-105	6/3/2006	Siderurgia
		-16	3/6/2006	
5	Braskem	-105	6/3/2006	Petroquímica
		-16	3/6/2006	
6	Petrobrás	-105	15/3/2006	Petróleo
		-16	12/6/2006	
7	Bradesco	-105	17/3/2006	Bancos
		-16	14/6/2006	
8	Cemig	-105	17/3/2006	Energia
		-16	14/6/2006	
9	Embraer	-105	17/3/2006	Material Aeronáutico
		-16	14/6/2006	
10	Perdigão	-105	17/3/2006	Alimentos
		-16	14/6/2006	
11	Sadia	-105	17/3/2006	Alimentos
		-16	14/6/2006	
12	Tele Norte	-105	17/3/2006	Telecomunicações
		-16	14/6/2006	
13	Unibanco	-105	17/3/2006	Bancos
		-16	14/6/2006	
14	Embratel	-105	17/3/2006	Telecomunicações
		-16	14/6/2006	
15	CSN	-105	20/3/2006	Siderurgia
		-16	17/6/2006	
16	Telesp	-105	28/12/2005	Telecomunicações
		-16	27/3/2006	
17	Aracruz	-105	6/3/2006	Papel e Celulose
		-16	3/6/2006	
18	Ambev	-105	10/5/2006	Bebidas
		-16	7/8/2006	
19	Banco Itaú	-105	23/2/2006	Bancos
		-16	23/5/2006	
20	Brasil Telecom Partic	-105	17/3/2006	Telecomunicações
		-16	14/6/2006	
21	Brasil Telecom S/A	-105	17/3/2006	Telecomunicações
		-16	14/6/2006	
22	Copel	-105	17/3/2006	Energia
		-16	14/6/2006	
23	CPFL	-105	17/3/2006	Energia
		-16	14/6/2006	
24	Sabesp	-105	17/3/2006	Água e Saneamento
		-16	14/6/2006	

Quadro 14 - Empresas com ações ordinárias na BOVESPA que emitem ADR na NYSE

Dentre as 28 empresas que compõem a amostra das que emitem ADRs, 24 possuem ações ordinárias na BOVESPA. A seguir, serão relacionadas as empresas que emitem ADRs e possuem ações preferenciais na BOVESPA.

Nº da Empresa	Nome da Empresa	Janela de	Setor de Atuação
1	Gol	-105 5/12/2005	Aviação
		-16 4/3/2006	
2	Vivo	-105 26/12/2005	Telecomunicações
		-16 25/3/2006	
3	Ultrapar	-105 20/1/2006	Distribuição Gás
		-16 19/4/2006	
4	Tim Part.	-105 31/1/2006	Telecomunicações
		-16 30/4/2006	
5	CVRD	-105 9/2/2006	Minerais Metálicos
		-16 9/5/2006	
6	Gerdau	-105 6/3/2006	Siderurgia
		-16 3/6/2006	
7	Braskem	-105 6/3/2006	Petroquímica
		-16 3/6/2006	
8	Petrobrás	-105 15/3/2006	Petróleo
		-16 12/6/2006	
9	Bradesco	-105 17/3/2006	Bancos
		-16 14/6/2006	
10	Cemig	-105 17/3/2006	Energia
		-16 14/6/2006	
11	Sadia	-105 17/3/2006	Alimentos
		-16 14/6/2006	
12	Tele Norte	-105 17/3/2006	Telecomunicações
		-16 14/6/2006	
13	Unibanco	-105 17/3/2006	Bancos
		-16 14/6/2006	
14	Votorantim	-105 17/3/2006	Papel e Celulose
		-16 14/6/2006	
15	Embratel	-105 17/3/2006	Telecomunicações
		-16 14/6/2006	
16	Itaú	-105 23/3/2006	Bancos
		-16 23/5/2006	
17	Telesp	-105 28/12/2005	Telecomunicações
		-16 27/3/2006	
18	Aracruz	-105 6/3/2006	Papel e Celulose
		-16 3/6/2006	
19	Ambev	-105 10/5/2006	Bebidas
		-16 7/8/2006	
20	Brasil Telecom Participações	-105 17/3/2006	Telecomunicações
		-16 14/6/2006	
21	Brasil Telecom S/A	-105 17/3/2006	Telecomunicações
		-16 14/6/2006	
22	Copel	-105 17/3/2006	Energia
		-16 14/6/2006	

Quadro 15 - Empresas com ações preferenciais na BOVESPA que emitem ADR na NYSE

Dentre as 28 empresas que compõem a amostra das que emitem ADRs, 22 possuem ações preferenciais, no entanto as empresas Braskem e Unibanco dispõem de diferentes classes de ações preferenciais o que totaliza 26 eventos relacionados com as ações preferenciais observadas.

Inicialmente, um dos objetivos específicos deste trabalho era verificar a existência de algum grau de similaridade no comportamento do mercado de ações brasileiro devido ao setor de atuação das empresas, mas foram encontradas limitações, tais como: o tamanho das amostras, a presença de somente duas empresas Sabesp e Embraer, na amostra do Novo Mercado e na amostra das empresas com ações ordinárias que emitem ADRs na NYSE. Além disso, existem setores que estão presentes apenas em uma amostra, como: vestuário, construção civil e exploração de imóveis, não sendo, portanto, possível cumprir esse objetivo.

5.2 Análise dos Resultados

Com a média aritmética dos retornos anormais agrupados, foram obtidos os índices IPRA, conforme os Gráficos 5 e 6 a seguir:

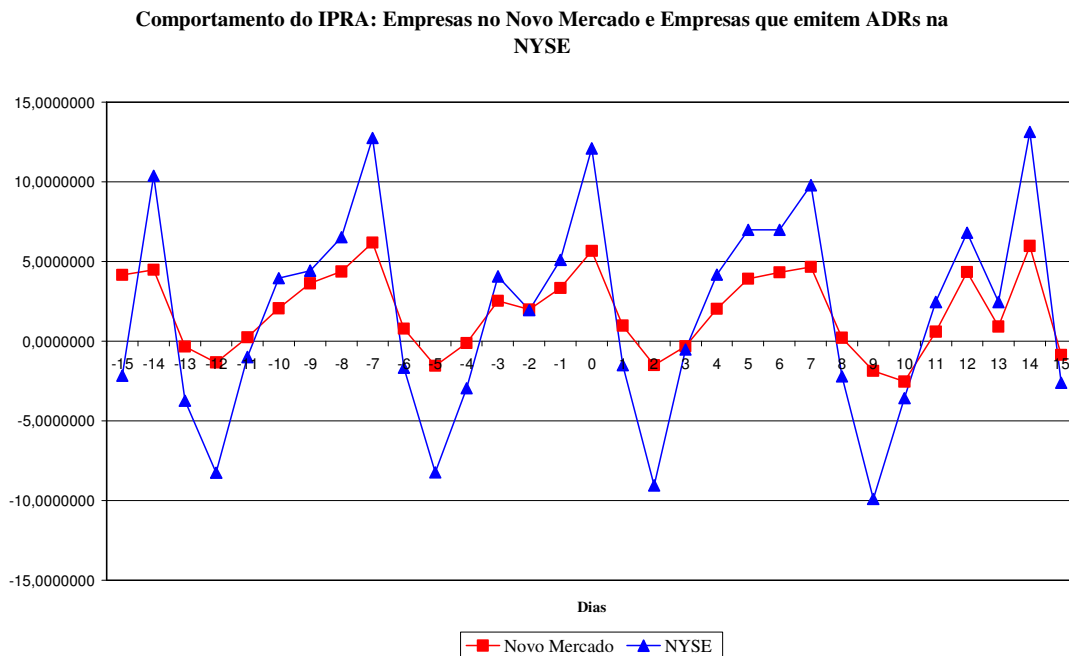


Figura 5 - Comportamento dos Retornos Anormais das Empresas no Novo Mercado e com ADRs na NYSE

Por meio do gráfico (Figura 5), pode-se observar que os retornos anormais em ambas as amostras tendem a um mesmo comportamento oscilatório, apesar de os valores da amostra das empresas emissoras de ADR registrarem valores maiores de variação. Observa-se que os retornos tendem a um aumento anterior à data do evento seguido de queda padrão.

O gráfico, a seguir (Figura 6), ilustra o comportamento dos índices dos tipos de ações (preferenciais e ordinárias) das empresas listadas na BOVESPA e que emitem ADRs na Bolsa NYSE.

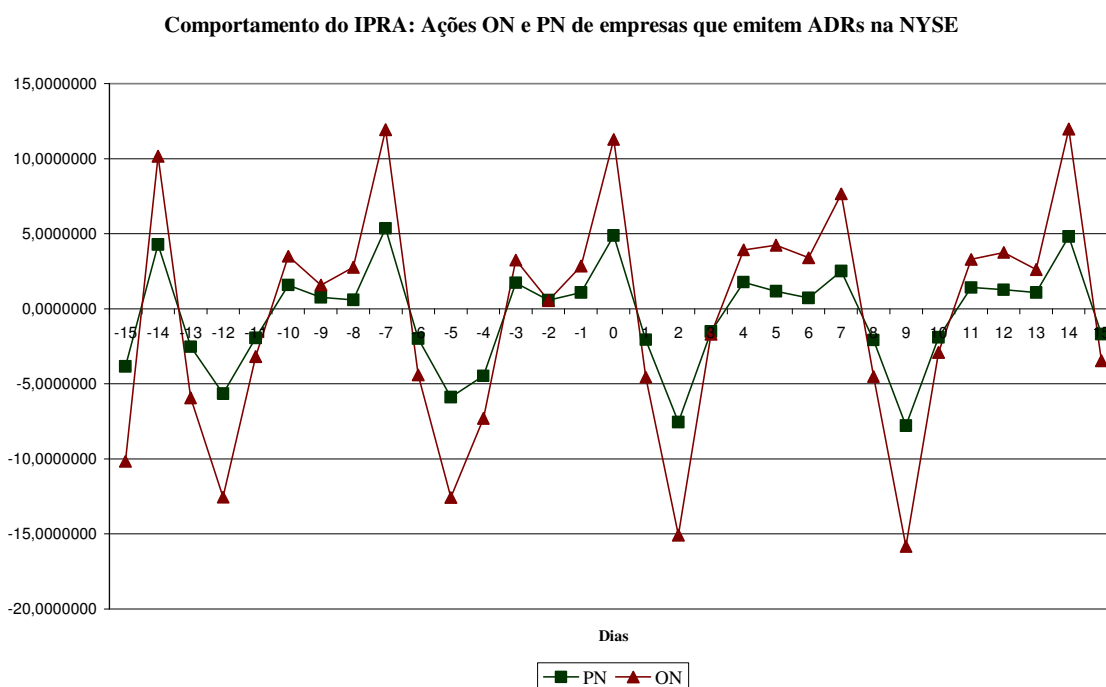


Figura 6 - Comportamento dos Retornos Anormais das ações Ordinárias e Preferenciais das Empresas que emitem ADRs na NYSE

Visivelmente, de acordo com o gráfico (Figura 6), os retornos anormais das empresas listadas na BOVESPA e emissoras de ADRs tendem a manter um comportamento oscilatório semelhante para os dois tipos de ações. Porém verificam-se as variações maiores nas ações do tipo ordinárias. Os retornos tendem a um aumento anterior ao evento seguido de queda padrão.

Para testar a primeira hipótese H_0 , o “Teste t” de *Student* foi utilizado, em decorrência do tamanho das amostras, com nível de significância de 5%. O *software*

empregado para o tratamento dos dados e cálculo dos retornos foi o *Microsoft Excell*, enquanto que os testes estatísticos foram efetuados recorrendo-se ao *Statistical Package for the Social Sciences – SPSS*.

No teste de comparação das médias em um nível de significância de 5% ($p = 0,05$), se o valor calculado é menor que o valor de p , pode-se dizer que as médias das amostras são diferentes. Em situação oposta, se o valor é maior que 5%, as médias são iguais. A seguir, são apresentados os resultados obtidos da aplicação do “Teste-t”.

Tabela 3 - "Teste-t" das Amostras Novo Mercado e NYSE

	Significância	Diferenças das Médias	Intervalo de Confiança de 95%	
			Abaixo	Acima
D-15	0,039	10,47220777	0,54170389	20,40271164
D-14	0,642	-1,39414086	-7,44038274	4,65210102
D-13	0,533	3,06677763	-6,84192398	12,97547924
D-12	0,101	5,55221752	-1,13491250	12,23934754
D-11	0,768	1,48333918	-8,65288479	11,61956315
D-10	0,971	0,14816247	-8,20742255	8,50374750
D-9	0,516	2,80809427	-5,89781726	11,51400580
D-8	0,631	2,20030567	-7,03180885	11,43242020
D-7	0,867	-0,38664423	-5,06143835	4,28814989
D-6	0,454	3,21573130	-5,43468749	11,86615009
D-5	0,142	5,15045201	-1,82105235	12,12195638
D-4	0,593	2,72480746	-7,55018243	12,99979736
D-3	0,813	1,01071545	-7,61692198	9,63835288
D-2	0,687	1,99609480	-8,01127198	12,00346158
D-1	0,730	1,57623077	-7,66090902	10,81337056
D0	0,728	-0,74366903	-5,06356106	3,57622300
D+1	0,317	3,45918807	-3,48297777	10,40135392
D+2	0,095	6,02014382	-1,10462579	13,14491344
D+3	0,978	-0,14222324	-10,56745526	10,28300877
D+4	0,975	-0,13717660	-8,81566131	8,54130810
D+5	0,859	0,83916972	-8,69285154	10,37119098
D+6	0,701	1,63600204	-6,95244583	10,22444991
D+7	0,886	-0,50199490	-7,60890623	6,60491643
D+8	0,549	2,63175829	-6,21454180	11,47805837
D+9	0,079	6,18261395	-0,75924215	13,12447005
D+10	0,763	-1,52105609	-11,69887336	8,65676119
D+11	0,764	-1,29044388	-9,96781422	7,38692647
D+12	0,673	1,84717438	-6,97445127	10,66880003
D+13	0,890	-0,64053092	-10,00479606	8,72373421
D+14	0,546	-1,18957649	-5,16395026	2,78479728
D+15	0,780	0,90211025	-5,60826615	7,41248666

Como pode ser observado na Tabela 3, a primeira hipótese (H_0) é rejeitada, uma vez que não são verificadas diferenças estatisticamente significantes. Os valores do teste-t são maiores que 5%, exceto na data (D-15). Constatou-se que não existem diferenças estatísticas que permitam afirmar que o mercado brasileiro valoriza mais as empresas que emitam ADRs na NYSE e que, conseqüentemente, atendam aos requisitos

da SOX em relação às empresas que estão listadas no nível mais rígido de governança corporativa da BOVESPA, o Novo Mercado.

Portanto, apesar do esforço das empresas para se adequarem e atender aos requisitos da Lei, principalmente das seções de números 302 e 404 da Lei Sarbanes Oxley, que se referem às certificações e divulgações para os controles internos, ainda não há evidências, que se pode perceber uma valorização das ações dessas empresas pelo mercado brasileiro.

Tabela 4 - "Teste-t" da Amostra das Ações Ordinárias e Preferenciais das Empresas com ADRs na Bolsa de NYSE

	Significância	Diferenças das Médias	Intervalo de Confiança de 95%	
			Abaixo	Acima
D-15	0,548	2,46451124	-5,71940589	10,64842836
D-14	0,523	-1,60485490	-6,62513952	3,41542972
D-13	0,828	0,87786386	-7,20760651	8,96333422
D-12	0,752	1,23987989	-6,60796302	9,08772279
D-11	0,862	-0,69699316	-8,74292444	7,34893813
D-10	0,920	-0,31694759	-6,59786687	5,96397169
D-9	0,990	-0,04465501	-7,00105871	6,91174870
D-8	0,670	-1,56740609	-8,91630588	5,78149370
D-7	0,510	-1,19940965	-4,83090280	2,43208350
D-6	0,891	0,46916490	-6,40727214	7,34560193
D-5	0,837	0,81349872	-7,07202860	8,69902603
D-4	0,698	-1,62485686	-10,00051596	6,75080224
D-3	0,951	0,19885005	-6,21190433	6,60960442
D-2	0,876	0,58893518	-6,97337180	8,15124216
D-1	0,848	-0,68372461	-7,82608768	6,45863845
D0	0,359	-1,54573628	-4,90469436	1,81322180
D+1	0,906	0,40710153	-6,48946978	7,30367283
D+2	0,996	-0,02151551	-8,01876899	7,97573796
D+3	0,752	-1,32594418	-9,71235746	7,06046910
D+4	0,905	-0,39136741	-6,91567052	6,13293569
D+5	0,615	-1,90804639	-9,48447726	5,66838448
D+6	0,572	-1,94653713	-8,81680217	4,92372791
D+7	0,381	-2,64233089	-8,65044939	3,36578760
D+8	0,923	0,33641236	-6,60208018	7,27490489
D+9	0,944	0,27314907	-7,53162199	8,07792013
D+10	0,832	-0,87037375	-9,06439517	7,32364766
D+11	0,883	-0,47362807	-6,91559868	5,96834254
D+12	0,728	-1,22186454	-8,25500471	5,81127563
D+13	0,895	-0,48644034	-7,84354444	6,87066375
D+14	0,135	-2,34291429	-5,43935738	0,75352880
D+15	0,984	0,07032883	-7,06052796	7,20118563

De acordo com a Tabela 4, também não há evidências de que o mercado brasileiro valorizou de forma distinta tipo algum de ação brasileira emitida pelas empresas com ADRs na NYSE, já que não foram encontradas diferenças estatísticas significativas entre as amostras, e os valores de significância obtidos são maiores que 5%.

Tais resultados podem ser interpretados como provável consequência de dois fatores: (i) o mercado acionário brasileiro não valoriza as informações adicionais do Formulário 20-F; (ii) os resultados encontrados podem ter sido ocasionados por se tratar de um período de adaptação às exigências a que as empresas foram submetidas, não se podendo afirmar que, após as adaptações, os resultados serão mantidos ou alterados.

O gráfico (Figura 7), a seguir, demonstra o comportamento da liquidez média na janela do evento de adesão ao Novo Mercado.

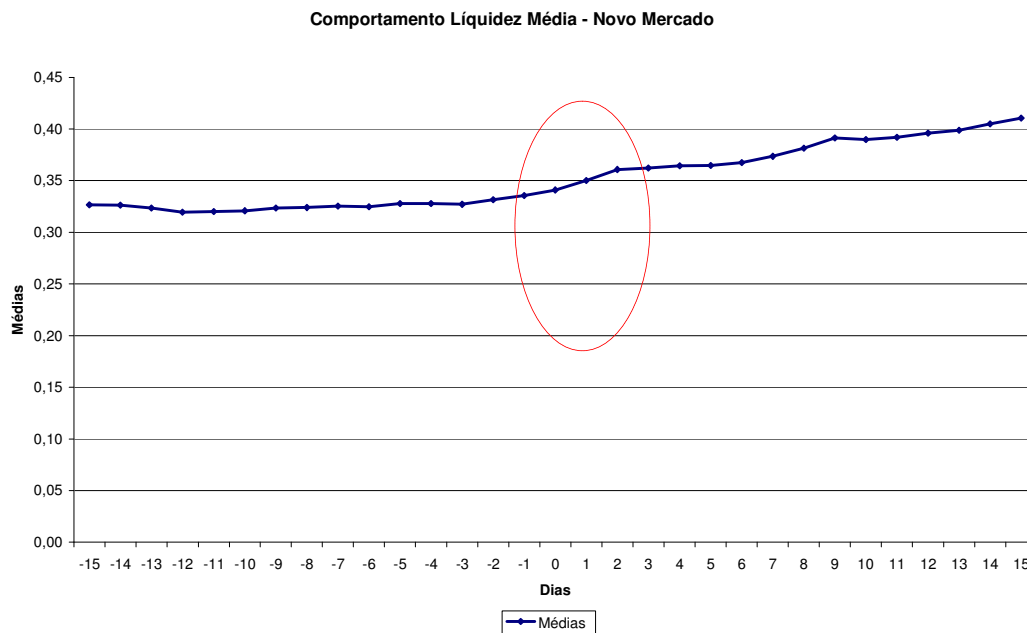


Figura 7 - Comportamento da Líquidez Média - Novo Mercado.

Nota-se que, na Figura 7, existe um movimento ascendente próximo à data zero, seguido de aumentos da liquidez.

Os gráficos (Figuras 8 e 9) demonstram o comportamento da liquidez média para as ações ordinárias e preferenciais das empresas que emitem ADRs na NYSE na janela do evento correspondente à data do arquivamento do formulário 20-F em 2006.

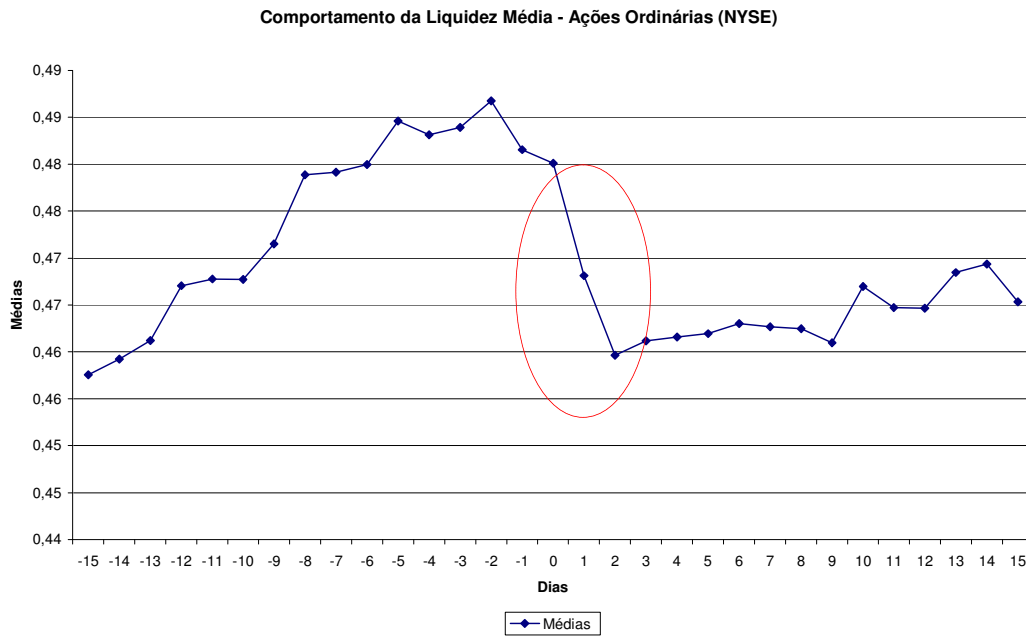


Figura 8 - Comportamento da Liquidez Média - Ações Ordinárias (NYSE).

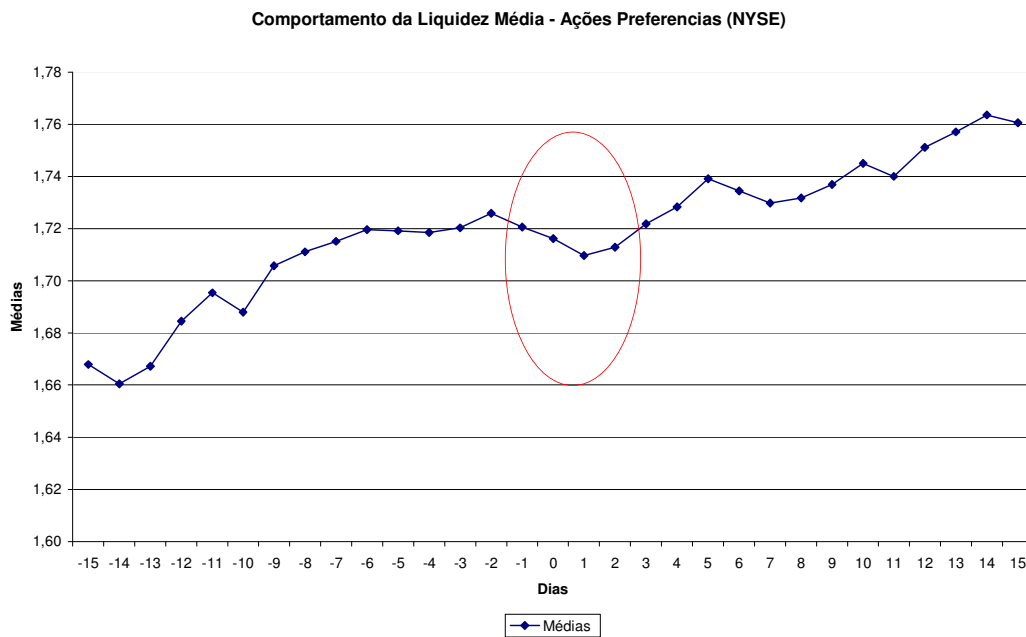


Figura 9 - Comportamento da Liquidez Média - Ações Preferenciais (NYSE).

Pela observação dos gráficos anteriores (Figuras 8 e 9), pode-se perceber que a liquidez média para as ações ordinárias sofreu queda próxima à data zero e manteve-se em patamares inferiores aos observados antes dessa data. A liquidez média das ações

preferenciais sofreu queda próxima à data zero, porém, em seguida, recuperou o movimento de crescimento apresentado antes dessa data.

Tais observações podem ser interpretadas como provável consequência dos fatores: (i) as empresas que compõem a amostra das que emitem ADRs na NYSE são empresas que aderiram ao mercado internacional em um período anterior em relação ao período das empresas que aderiram ao Novo Mercado; (ii) os momentos de divulgação das demonstrações contábeis são diferentes: as empresas que atendem aos requisitos da SOX efetuam o depósito do formulário 20-F em períodos próximos e concentrados, em torno do mês de julho de cada ano; as empresas que aderiram ao Novo Mercado efetuam as adequações para atender às exigências desse nível de governança de forma diluída, uma vez que as empresas aderem em períodos diferentes; (iii) as empresas que emitem ADRs estão mais consolidadas no mercado brasileiro e, portanto, buscam recursos a custos menores em mercados mais desenvolvidos, ao passo que as empresas que aderiram ao Novo Mercado são as que estão em fase de consolidação no mercado interno e que buscam, por intermédio do Novo Mercado, mostrar-se mais transparentes e, conseqüentemente, ampliar a confiança dos investidores para aumentar sua liquidez.

Os resultados da aplicação do “Teste -t” são registrados na Tabela 5 a seguir:

Tabela 5 - "Teste-t" do Comportamento da Liquidez Média do Novo Mercado em relação à Liquidez Média das Ações Ordinárias (NYSE)

	Significânci a	Diferenças das Médias	Intervalo de Confiança de 95%	
			Abaixo	Acima
D-15	0,594	-0,1311219975	-0,6272219659	0,3649779709
D-14	0,589	-0,1329517270	-0,6292942357	0,3633907817
D-13	0,581	-0,1378951807	-0,6413210473	0,3655306858
D-12	0,561	-0,1476996071	-0,6598088140	0,3644095998
D-11	0,559	-0,1478717276	-0,6582506456	0,3625071903
D-10	0,561	-0,1469784368	-0,6565656711	0,3626087976
D-9	0,561	-0,1479836905	-0,6613638989	0,3653965179
D-8	0,549	-0,1549558875	-0,6755472847	0,3656355097
D-7	0,548	-0,1537953311	-0,6692203826	0,3616297204
D-6	0,545	-0,1550790747	-0,6718258594	0,3616677100
D-5	0,543	-0,1567113497	-0,6757187554	0,3622960560
D-4	0,544	-0,1550774612	-0,6707452560	0,3605903336
D-3	0,539	-0,1568465455	-0,6711990307	0,3575059396
D-2	0,546	-0,1552799561	-0,6729635960	0,3624036838
D-1	0,564	-0,1460345076	-0,6563366783	0,3642676630
D0	0,581	-0,1390488338	-0,6469574991	0,3688598316
D+1	0,626	-0,1180693745	-0,6073483068	0,3712095577
D+2	0,673	-0,0989319295	-0,5718433593	0,3739795004
D+3	0,673	-0,0989081464	-0,5713464774	0,3735301846
D+4	0,678	-0,0971678357	-0,5693862727	0,3750506013
D+5	0,677	-0,0972132200	-0,5688448981	0,3744184581
D+6	0,682	-0,0954205875	-0,5656769715	0,3748357965
D+7	0,700	-0,0892445625	-0,5572609931	0,3787718681
D+8	0,727	-0,0809904833	-0,5499593128	0,3879783461
D+9	0,763	-0,0696565541	-0,5370947578	0,3977816497
D+10	0,744	-0,0772436633	-0,5540896102	0,3996022837
D+11	0,757	-0,0728496024	-0,5492576271	0,4035584222
D+12	0,771	-0,0688074857	-0,5457900298	0,4081750584
D+13	0,768	-0,0696732994	-0,5475621883	0,4082155894
D+14	0,785	-0,0645233746	-0,5418302975	0,4127835483
D+15	0,815	-0,0548257078	-0,5270020974	0,4173506817

Para testar a segunda hipótese H_0 o “Teste t” de *Student* foi utilizado, em vista do tamanho das amostras, com nível de significância de 5%. O *software* utilizado para o tratamento dos dados e cálculo dos retornos foi o *Microsoft Excell*, enquanto que os testes estatísticos foram efetuados empregando-se o *Statistical Package for the Social Sciences – SPSS*.

Conforme resultados apresentados, os valores das significâncias são maiores que 5% e, portanto, rejeita-se a segunda hipótese H_0 . Constata-se que não existem diferenças estatísticas que permitam afirmar que as empresas, quando aderem ao Novo Mercado, tornam-se mais líquidas que as empresas que atendem aos requisitos da SOX.

A seguir, são expostos os resultados do Teste-t para a liquidez média das ações preferenciais e para as ações ordinárias das empresas que emitem ADRs na NYSE.

Tabela 6 - "Teste-t" do Comportamento das Ações Preferenciais e das Ações Ordinárias das empresas emissoras de ADRs (NYSE)

	Significância	Diferenças das Médias		
		Intervalo de Confiança de 95%		
			Abaixo	Acima
-15	0,021	1,2103734193	0,1918003112	2,2289465273
-14	0,021	1,2012143063	0,1916430659	2,2107855467
-13	0,021	1,2060417671	0,1951009353	2,2169825988
-12	0,022	1,2174317461	0,1893731749	2,2454903173
-11	0,021	1,2275870718	0,1946208142	2,2605533294
-10	0,022	1,2202459361	0,1904517158	2,2500401563
-9	0,023	1,2342401926	0,1803922639	2,2880881213
-8	0,025	1,2321573887	0,1696091267	2,2947056507
-7	0,024	1,2360138045	0,1721842007	2,2998434082
-6	0,025	1,2397014931	0,1657935600	2,3136094262
-5	0,027	1,2346303707	0,1486211557	2,3206395858
-4	0,028	1,2353871753	0,1434405483	2,3273338024
-3	0,028	1,2363401956	0,1460558586	2,3266245326
-2	0,029	1,2391680778	0,1390321090	2,3393040467
-1	0,028	1,2390461744	0,1441934290	2,3338989198
0	0,028	1,2359972216	0,1426723188	2,3293221244
1	0,027	1,2415200701	0,1544242705	2,3286158698
2	0,027	1,2532467186	0,1569140580	2,3495793792
3	0,027	1,2607303020	0,1538239215	2,3676366824
4	0,027	1,2668621967	0,1542959556	2,3794284378
5	0,027	1,2772545313	0,1568969670	2,3976120956
6	0,027	1,2714564063	0,1573965835	2,3855162291
7	0,027	1,2671152194	0,1548597546	2,3793706842
8	0,027	1,2692650884	0,1539357500	2,3845944267
9	0,026	1,2759309163	0,1632847548	2,3885770778
10	0,027	1,2780644553	0,1588192210	2,3973096895
11	0,026	1,2753091102	0,1643682703	2,3862499501
12	0,026	1,2865127309	0,1677888575	2,4052366042
13	0,027	1,2885914512	0,1610454421	2,4161374602
14	0,027	1,2942720035	0,1593275273	2,4292164798
15	0,026	1,2951778716	0,1661752867	2,4241804565

De acordo com os resultados apresentados, os valores da significância são inferiores a 5%, o que nos possibilita afirmar que existem evidências estatísticas de que as médias das amostras são diferentes, portanto, as ações preferenciais possuem um liquidez média significativamente superior às ações ordinárias das empresas emissoras de ADRs na NYSE. Esse resultado pode ser interpretado pelo fato de os investidores, nesses casos, vislumbrarem a preferência pelo retorno dos seus investimentos em vez da

possibilidade de manter influência nas decisões estratégicas a serem tomadas na pelos gestores das empresas, uma vez que são empresas de grande porte e de representatividade no mercado brasileiro.

6 Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo investigar se o mercado brasileiro valoriza as empresas que disponibilizam informações adicionais às contidas nos demonstrativos financeiros, por meio da análise do comportamento do retorno das ações no mercado brasileiro diante das empresas que aderiram ao Novo Mercado e das que emitem ADRs na NYSE. Ao utilizar a metodologia do Estudo de Evento, verificou-se a existência de retornos anormais em torno das datas dos eventos: adesão do Novo Mercado e arquivamento do Formulário 20-F na SEC.

Para verificar a relevância das informações para o mercado de capitais, assume-se a hipótese do mercado semi-forte, conforme exposto na Hipótese do Mercado Eficiente. Com o intuito de responder à pergunta da pesquisa, a primeira hipótese foi elaborada: o mercado brasileiro reage positivamente quando as empresas emitem ADR e, conseqüentemente, atendem aos requisitos da Sarbanes-Oxley.

As amostras para testar essa hipótese corresponderam a 10 empresas listadas no Novo Mercado e 24 empresas participantes dos programas de ADRs na NYSE. Foram testadas somente as empresas com ações ordinárias, já que esta é uma premissa para as empresas listadas no Novo Mercado. Adicionalmente, foram testados os tipos de ações (ordinárias e preferenciais) das empresas com ADRs na NYSE.

As amostras contemplaram a janela do evento de (-15) a (+15) dias, que foram obtidas por meio da janela de estimação de (-105) a (-16) dias. Depois dos cálculos dos IPRA's, por meio da utilização do "teste-t", verificou-se a existência de diferenças estatísticas significantes entre as variâncias das amostras.

Os resultados encontrados revelaram que não existem evidências estatísticas de diferenças significativas entre as médias dos preços das amostras em um nível de 5%. Dessa forma, a primeira hipótese H_0 é rejeitada, pois as médias dos preços apresentaram-se estatisticamente iguais. Além disso, não existem diferenças significativas entre as médias dos preços dos tipos de ações (preferenciais e ordinárias) emitidas pelas empresas com ADRs na NYSE.

Os resultados verificados no capítulo 5 apontam que não há evidências que o mercado brasileiro valoriza as informações e exigências adicionais exigidas pela SEC no formulário 20-F em relação aos requisitos do Novo Mercado da BOVESPA.

A segunda hipótese H_0 também foi rejeitada, porque não existem evidências estatísticas que permitam afirmar que as empresas que aderem ao Novo Mercado tornam-se mais líquidas que as empresas que atendem aos requisitos da SOX, ao emitir ADRs na NYSE.

No entanto observam-se diferenças estatísticas na liquidez média das ações preferenciais das empresas que emitem ADRs na NYSE no mercado brasileiro em relação à liquidez média das ações ordinárias dessas empresas. O provável fator para esse acontecimento abordado anteriormente é que os investidores, nesses casos, assumem uma postura de preferência ao retorno dos seus investimentos à possibilidade de manter influência nas decisões estratégicas a serem tomadas pelos gestores das empresas, uma vez que são empresas de grande porte e de representatividade no mercado brasileiro. Portanto, as decisões tomadas pelos gestores visam manter as características já apresentadas pelas empresas.

Apesar da análise de desempenho do IGC demonstrar que os investidores reconhecem as empresas que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança da Bovespa com uma melhora sobre a precificação das ações. Este reconhecimento, não é estatisticamente percebido para as empresas que atendem aos requisitos do Novo Mercado em relação as que emitem ADRs.

A análise do desempenho do retorno e da liquidez das ações no mercado brasileiro, ao atender as exigências do mercado estrangeiro, provavelmente, tornar-se-á representativo no momento de consolidação do processo de convergência contábil internacional.

Sabe-se que, pelo tratamento “acumulado” das variáveis, podem ter ocorrido outros eventos que, provavelmente, tenham afetado o comportamento das variáveis, o que é uma limitação do presente estudo, uma vez que esses efeitos externos não foram tratados estatisticamente.

Lacunas para novas pesquisas foram abertas decorrentes das limitações encontradas neste estudo. Algumas dessas limitações e sugestões para novos trabalhos são mencionadas a seguir.

Os resultados encontrados estão limitados e restritos às amostras selecionadas e, conseqüentemente, generalizações com relação aos resultados devem ser efetuadas com precaução.

Na metodologia de Estudo de Eventos, existem diversas formas de estimar o retorno esperado, conforme apresentado na seção 4.1.3. Estudos futuros podem ser

realizados utilizando-se de outros modelos, bem como de outro índice de mercado diferente do IBOVESPA.

Em trabalhos futuros, também poderá ser avaliado o comportamento do mercado brasileiro para as alterações de outras variáveis, tais como: risco, volatilidade das ações das empresas listadas no Novo Mercado e das que emitem ADRs na NYSE. A janela do estudo de evento também pode ser testada em outras amplitudes.

Os seguintes fatores também podem ter afetado os resultados aqui registrados:

- (i) O tamanho da amostra do Novo Mercado, composta por 10 empresas;
- (ii) As diferenças referentes aos períodos analisados: períodos de adesão ao Novo Mercado, mais diluídos, e os períodos de depósito do formulário 20-F, períodos mais concentrados;
- (iii) As diferenças inerentes a cada amostra: a amostra do Novo Mercado composta por empresas que buscam se consolidar no mercado, e a amostra das empresas que emitem ADRs composta por empresas que já se consolidaram no mercado.

Por fim, espera-se que os resultados encontrados neste trabalho contribuam para ampliar os conhecimentos a respeito do comportamento do mercado acionário brasileiro com relação às informações disponibilizadas pelas empresas.

7 Referências Bibliográficas

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital. **Journal of Applied Corporate Finance**. Nova Iorque, v.12, n.4, p. 8-24, 2000.

ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendência**. São Paulo: Atlas, 2004. 412 p.

ANDRADE, M. M. **A Pesquisa Científica - Como Preparar Trabalhos para Cursos de Pós-Graduação: noções práticas**. São Paulo: Atlas, 1997.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I.S. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999. 338 p.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluations of accounting numbers. **Journal of Accounting Research**, Chicago: Universidade de Chicago, v. 6, n. 2, p. 159-178, Agosto 1968.

BARROS, J. R. M. de. et al. Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. **Estudos para Desenvolvimento do Mercado de Capitais**, São Paulo, Junho 2000. 52 p. Acesso: <www.BOVESPA.com.br/BOVESPA/Publicações> em Março 2007.

BERGLOF, E. CLAESSENS, S. Enforcement and Corporate Governance. **World Bank Policy Research**. Working Paper. n. 3409. Setembro 2004. Social Science Research Network, 2004. Acesso: <<http://papers.ssrn.com>> em 16 de Junho de 2007.

BLECK, A.; LIU, X. Market Transparency and the Accounting Regime. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 2, p. 229-256, Maio 2007.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p. 111-148, Dezembro 2005.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam: Holanda do Norte, v. 8, n. 3, p. 205-228, Setembro 1980.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily Stock Returns. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam: Holanda do Norte, v. 14, n. 1, p. 3-31, Março 1985.

CAMARGOS, M. A. de.; GOMES, G. D.; BARBOSA, F.V. Integração de Mercados e Arbitragem com Títulos Transfronteiriços: ADR – American Depository Receipts. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.10, n.2, p. 51-67, abril/junho 2003.

CAMARGOS, M. A . de.; BARBOSA, F.V. Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis de Governança Corporativa sobre o Comportamento das ações na BOVESPA. In: ENANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006, 17 p.

CAMARGOS, M. A . de.; BARBOSA, F.V. Estudos de Eventos: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, Julho a Setembro 2003, v. 10, n. 3, p. 1-20, Julho a Setembro 2003.)

CARVALHO, L. N.; LEMES, S.; COSTA, F. M. **Contabilidade Internacional: Aplicação das IFRS 2005**. 1º ed. São Paulo: Atlas, 2006. 274 p.

CARVALHO, A. G. de. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da BOVESPA**. Versão Abril de 2003. Acesso: <<http://www.econ.puc-rio.br>> em Março 2007.

CICOGNA, M. P. V.; VALLE, M. R.; TONETO JÚNIOR, R. O Impacto da Adesão a Padrões mais Elevados de Governança sobre o Financiamento Empresarial. 29º Encontro da Anpad, **Anais...** Brasília, 2005.

CHACON, M. J. M.; SILVA, M. C. da.; PEDERNEIRAS, M. M. M.; LOPES, J. E. G. Procedimentos Metodológicos para a Elaboração de Projetos de Pesquisa Relacionados a Dissertações de Mestrado em Ciências Contábeis. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, n.36, p. 97-104, set./dez. 2004.

COSTA, F. M. da. Ajustes aos US-GAAP: Estudo Empírico sobre sua Relevância para Empresas Brasileiras com ADRs Negociados na bolsa de Nova Iorque. 2005. 139 f. In: FEA- FACULDADE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE. **Tese defendida na FEA**: 2005. São Paulo.

COSTA, F. M.; LOPES, A. B. Ajustes ao US GAAP: Estudo Empírico sobre sua Relevância para Empresas Brasileiras com ADRs Negociados na Bolsa de Nova Iorque. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 30, p. 45-57, junho 2007.

DE PAULA, G. M. **Governança Corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, prática e políticas públicas.** Comissão Econômica para a América Latina e Caribe – CEPAL. Uberlândia, Set. 2003.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, Maio 1970.

FAMA, E. F.; FISCHER, L.; JENSEN, M. C.; ROLL, R. The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review**, Osaka: Universidade da Pensilvânia, v. 10, n. 1, p. 1-21, Fevereiro 1969.

FAMÁ, R.; RIBEIRO NETO, R. M. Uma Alternativa de Crescimento para o Mercado de Capitais Brasileiro – O Novo Mercado. In: SEMEAD, 5., Junho de 2001. São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2001. 11 p.

GRADILONE, C. **Os ganhos com a Sarbanes-Oxley.** Acesso: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edições/0861/finanças>> em 18 de Outubro de 2006.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.** 3.ed. São Paulo: Atlas. 1996

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. Van. **Teoria da contabilidade.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HITT, M.A; IRELAND, R.D; HOSKISSON E.R. **Strategic Management Competitiveness and Globalization.** Cincinnati: South Western College, 2001.

IBGC – **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.** Acesso: <<http://www.ibgc.org.br>> em Março 2007.

LAMEIRA, V. J. Proteção ao investidor e fortalecimento do mercado de capitais. **XVII Congresso Anual da ABAMEC. Porto Alegre, Abril de 2002.** Acesso: <www.cvm.gov.br/port/Public/publ/XVIICongressoABAMEC.doc> em 30/04/2007

LEAL, R. P. C.; VALADARES, S. **Ownership and Control Structure of Brazilian Companies.** 2000. Acesso: <<http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publicarions.html>> Não publicado.

LOPES, B. L.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005. 181 p.

MACEDO, F.Q.; MELLO, G. R.; FILHO, F.T. **Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA e a Percepção de Risco e Retorno das Ações pelo Mercado**. Congresso USP, 2006.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, Nashville: Associação Americana de Economia, v. 35, n. 1, p. 13-39, Março 1997.

MARCON, R. O Custo do Capital Próprio das empresas Brasileiras – O caso dos American Depositary Receipts (ADRs). 2002. 152 f. In: UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA. **Tese defendida no: Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina**: 2002. Florianópolis.

MARTINS, E. **Avaliação de Empresa da Mensuração Contábil à Econômica**. Caderno de Estudos, São Paulo: FIPECAPI, v. 13, n. 24, p. 28-37, julho/dezembro 2000.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança Corporativa e Liquidez das Ações. In: ENANPAD, 30. , 2006, Salvador. **Anais...Salvador**, 2006 14 p.

MONACO, D. C. Estudo da Composição de Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil. 2000. 177 f. In: UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. **Dissertação defendida na: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo**: 2000. São Paulo.

NASCIMENTO, M. Análise do Conteúdo Informacional das Demonstrações Contábeis em US-GAAP: um estudo de evento com companhias abertas brasileiras que negociam ADRs na Bolsa de Nova Iorque. 2006. 107 f. In: FUCAPE – FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS. **Dissertação defendida na FUCAPE**: 2006. Vitória.

OLIVEIRA, M. C.; LINHARES, J. S. A Implantação de Controle Interno Adequado às Exigências da Lei Sarbanes-Oxley em Empresas Brasileiras: Um Estudo de Caso. In: Congresso USP, 6, Julho de 2006, São Paulo, **Anais...São Paulo**: FIPECAFI, 2006. p. 1-15.

PINHEIRO, A. C. **Judiciário, reforma e economia**: a visão dos magistrados. Texto para discussão n. 09 IPEA. Rio de Janeiro, 2003. Acesso: <www.ipea.gov.br> em 16 de Junho de 2007.

RODRIGUES, E. L.; RAMOS, P. B.; BARBOSA, A. P. **Maior Visibilidade ou Integração do Mercado de Capitais Brasileiro?** Os efeitos da Listagem de Ações de Empresas Brasileiras no Mercado Norte-Americano através do Mecanismo de Recibos de Depósito de Ações. REAd – Edição 09 Vol.05 n.1, mar-abr-1999.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. Tradução de Antônio Zorato Sanvicente. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Corporate Finance**. 7.ed, Estados Unidos: McGraw-Hill, 2005.

SANTOS, L. A. A.; LEMES, S. Desafios das empresas brasileiras na Implantação da Lei Sarbanes-Oxley. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. São Leopoldo: Unisinos, v.4, n.1, p. 37-46, janeiro/abril 2007.

SANTOS, E. J. dos. Governança Corporativa e Políticas Públicas: uma análise da reforma à Lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos acionistas minoritários.2006. 294 f. In: UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA. **Dissertação defendida na UFU**: 2006. Uberlândia.

SEAMER, M. **Corporate Governance as a Facilitator of Continuous Market Disclosure**. APIRA 2007. Papers. 17 f. Acesso: <www.apira.org> em Março de 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **A Survey of Corporate Governance**. Harvard University: National Bureau of Economic Research, Cambridge. Working Paper 5554, Abril 1996.

SILVA, A. M.; PINHEIRO, M. S. F.; FRANÇA, M. N. **Guia para Normalização de Trabalhos Técnico-Científicos**: projetos de pesquisa, trabalhos acadêmicos, dissertações e teses. 5º ed. Uberlândia: UFU, 2006. 145 p.

SILVA, M. A. V. R da. **A Hipótese da Eficiência do Mercado Acionário e Algumas Anomalias Encontradas**. Setembro 2003. Acesso: <<http://www.unitau.br/nupes/artigos/hipotese.htm>> em 20 de Junho de 2007.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de Evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. ENAMPAD, 2002. **Anais** em CD-ROM.

SONG, F.; THAKOR, A. V. Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. LXI, n. 4, p.1845-1896, Agosto 2006.

SOUSA, A. F.; FRAGA, R. M. **Governança Corporativa: Efeitos Decorrentes da Vigência da Sarbanes-Oxley Act nas Empresas Brasileiras**. In: Semead, 7, Agosto de 2004, São Paulo, Anais...São Paulo: FEA-USP, 2004. p. 1-12.

TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs. 2004. 135 f. In: FEA – FACULDADE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE. **Tese defendida na FEA: 2004**. São Paulo.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.11, n.22, p. 103-122, Dezembro 2004.

WILLIAMSON, O. E. **The mechanisms of governance**. Oxford: Oxford University Press, 1996.