

Existe diferença entre os retornos das empresas listadas no Ibovespa e nos níveis de governança corporativa?

Is there a difference between the returns of the companies listed in Ibovespa and the levels of corporate governance?



Existe diferença entre os retornos das empresas listadas no Ibovespa e nos níveis de governança corporativa?

Is there a difference between the returns of the companies listed in Ibovespa and the levels of corporate governance?

Elaine Sílvia Pasquini¹
Elmo Tambosi Filho²
Kleber dos Santos Ribeiro³
Luis Carlos Domingos⁴
Marcelo dos Santos⁵

Resumo

Este artigo tem como objetivo verificar se existe diferença entre os retornos das empresas listadas no Ibovespa e nos níveis de governança corporativa criados pela Bovespa em dezembro de 2000, visando diferenciar as empresas que voluntariamente adotam práticas adicionais de governança corporativa. O principal objetivo desse processo é melhorar a transparência entre o investidor e as empresas, reduzindo assim a assimetria de informação. Para efetuar esta pesquisa, primeiramente foi realizada uma revisão bibliográfica sobre a assimetria da informação, a teoria dos custos de transação, a teoria da agência e um histórico da governança corporativa no mundo e no Brasil. Para verificar se existe diferença entre os retornos das empresas listadas no Ibovespa e nos níveis diferenciados de governança corporativa, utilizou-se o modelo estatístico ANOVA e o teste t em uma amostra composta pelas empresas listadas no Ibovespa, em 31 de março de 2011, que tiveram ações negociadas entre 2006 e 2010 – os últimos cinco anos da implantação dos níveis de governança no Brasil. Como resultado, obteve-se que as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 1 possuem maior retorno do que as empresas listadas no mercado tradicional.

Palavras-chave: Assimetria da Informação. Teoria da Agência. Governança Corporativa.

Abstract

This study aimed to verify the difference between the returns of the companies listed on the Bovespa and the Levels of Corporate Governance established by the Bovespa in December 2000, to differences companies that voluntarily adopt additional corporate governance practices. The main objective is to improve the process from transparency between investors and companies, thereby reducing the information asymmetry. To perform this research first review the literature on information asymmetry, transaction costs theory, agency theory and a history of corporate governance worldwide and in Brazil was held. To verify the difference between the returns of the companies listed on the Bovespa Index and the different levels of corporate governance used the statistical model ANOVA and t test on a sample of all companies listed on Bovespa Index on March 31st 2011 that had actions negotiated between 2006 and 2010 which are the last five years of the implementation levels of governance in Brazil. As a result it was found that the company listed on the Novo Mercado and Level 1 are greater return than companies listed on the traditional market.

Keywords: Asymmetric Information. Agency Theory. Corporate Governance.

¹ Mestre em Administração pela Universidade Metodista de São Paulo e professora da mesma instituição.
E-mail: elaine.pasquini@metodista.br

² Doutor em Engenharia de Produção pela UFSC. Professor da Universidade Metodista de São Paulo.
E-mail: elmotf@hotmail.com

³ Mestre em Administração pela Universidade Metodista de São Paulo e professor da mesma instituição.
E-mail: kleber.ribeiro@metodista.br

⁴ Mestre em Administração pela Universidade Metodista de São Paulo e professor da mesma instituição.
E-mail: luis.domingos@metodista.br

⁵ Mestre em Administração pela Universidade Metodista de São Paulo e professor da mesma instituição.
E-mail: marcelo.santos@metodista.br

Introdução

Considerando que o tema governança corporativa vem sendo discutido no mundo com mais afinco nos últimos 20 anos e que no ano 2000, com a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, o Brasil iniciou um processo de maior transparência e segurança para o mercado, este artigo procura verificar se existe diferença entre os rendimentos obtidos por empresas listadas no Ibovespa nos níveis diferenciados de governança corporativa.

1 Fundamentação Teórica

Bressan e Bressan (2008) analisam o mercado brasileiro com o objetivo de verificar se a rentabilidade das ações de empresas entre os níveis de governança corporativa em relação ao mercado possuía comportamento diferenciado em relação ao mercado tradicional. Neste trabalho, utilizaram-se os dados da Bovespa do ano de 2006. A conclusão dos testes revelou que os resultados dos rendimentos das ações entre os níveis de governança foram semelhantes, isto é, não houve diferença entre os níveis de governança, mas o rendimento das ações listadas em algum nível de governança foi superior aos rendimentos das empresas listadas no mercado tradicional.

Silva (2004) em seu trabalho apurou que existe uma relação estatisticamente significativa entre o nível diferenciado de governança e o valor de mercado nas empresas brasileiras.

No trabalho de Moreiras (2010), verificam-se os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica. Os resultados obtidos indicaram que criar níveis de governança corporativa pela Bovespa resultou em contribuições positivas no processo de divulgação das informações da empresa aos seus investidores, criando, assim, maior transparência para o mercado de ações, tornando-o mais seguro.

Michalischen (2008) buscou identificar as evidências da migração de empresas de capital

Criar níveis de governança corporativa pela Bovespa resultou em contribuições positivas no processo de divulgação das informações da empresa aos seus investidores.

aberto para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa; como resultado, a análise da percepção de expropriação de acionistas minoritários mostrou que o prêmio de voto médio cai tanto no momento do anúncio como no momento da migração da empresa para o nível diferenciado de governança corporativa.

A seguir, abordar-se-ão os conceitos de informação e informação assimétrica, bem como o custo de transação, a teoria da agência e a governança corporativa.

1.1 Informação nos Mercados

Antes de apresentar o conceito de assimetria de informação, introduziremos o conceito de informação nos mercados.

A Informação é fundamental para a estabilidade dos mercados, sejam eles de ações, mercadorias ou outros. No mundo moderno, obter a informação faz parte da construção do conhecimento. A Informação nesse contexto passou a agregar valor e possuí-la é a garantia de estabilidade para os agentes participantes do mercado (MOREIRAS, 2010).

Para Mahoney (1997), o processo de avaliação de determinada empresa se faz a partir das informações que são transformadas em conhecimento, os quais resultam em avaliações. A qualidade e a quantidade de informações disponíveis sobre determinado mercado ou empresa são a base para o processo de decisão de investimentos (ROCHA; PROCIANOY, 2004).

O conhecimento é a forma de esclarecer situações que estão ocultas, por isso quando não se consegue informações sobre determinado mercado ou empresa, não há possibilidade de formação do conhecimento, nem de comunicação, e como resultado gera-se o afastamento do agente.

A Informação gera valor agregado ao agente, pois por meio dela é possível reduzir riscos e incertezas no mercado (HIRSHLEIFER, 1970).

A partir dos autores Rocha e Procianny (2004), observa-se que a informação resulta em conhecimento, que é a fonte para a tomada de decisões de investimentos nos diversos mercados.

Uma das funções do mercado financeiro é possibilitar eficiência e distribuição dos recursos investidos, pois ele aproxima o agente que possui os recursos e está a procura de formar investimento, o “poupador”, e o agente que possui as atividades de produção ou serviços que está em busca de investimentos, o “tomador”. Como resultado, tem-se o bem-estar da sociedade, pois os recursos são distribuídos da melhor forma possível, maximizando a aplicação, bem como aumentando a produção de bens e serviços na economia (NOBREGA et al., 2000).

Considerando-se que a relação entre poupadores e investidores é baseada em informação, vejamos a seguir uma explicação sobre informação assimétrica.

1.2 Informação Assimétrica

Em todos os mercados encontra-se a informação assimétrica, isto é, alguns agentes possuem informações que não estão disponibilizadas para todos os demais agentes participantes do

mercado. O resultado deste privilégio por parte de alguns agentes torna um mercado ineficiente.

Considerando que os produtos com melhor qualidade possuem preços maiores e os produtos com baixa qualidade possuem preços menores e que o equilíbrio do mercado atribui o preço médio a todos eles, supõe-se que os produtos de baixa qualidade serão vendidos, e os outros produtos não.

O comprador não pagará mais por um produto que não conhece a qualidade. Esta situação resulta em um problema de seleção adversa, criado pela informação privilegiada sobre os produtos que alguns agentes possuem em relação a outros. Dessa forma, em um mercado onde os agentes encontram dificuldades para obter as informações, os produtos com maior qualidade são expulsos pelos produtos de menor qualidade.

Logo, não existe a possibilidade de produzir produtos de boa qualidade, pois a qualidade não é percebida pelo comprador. Assim sendo, ele não se propõe a pagar mais por um produto cuja qualidade é semelhante.

1.3 O Custo de Transação

Embora as organizações existam, saber o porquê de elas existirem é muito importante. Na microeconomia neoclássica, segundo Adam Smith (1776), o objetivo era buscar formas de fazer a produção a um custo baixo e sem a interferência do Estado, isto é, a economia poderia ser gerenciada por um sistema descentralizado de preços (a mão invisível). Isso não explica porque algumas operações são gerenciadas pelas organizações.

O motivo que faz com que algumas operações sejam gerenciadas pela empresa está relacionado ao custo de gerenciamento, que nem sempre é menor, se gerenciado pelo mercado (COASE, 1937).

A principal contribuição de Coase (1937) foi a inserção do custo de gerenciamento de transação na questão de existência das empresas, além da indicação de que este poderia ser gerido pelo mercado ou pelas empresas. O artigo não segregou os custos que deveriam ser gerenciados

pela organização ou pelo mercado e isso foi aprimorado posteriormente com a criação da teoria do custo de transação.

A primeira extensão do pensamento de Coase (1937) foi relativa às dificuldades de mensuração para existência das empresas, como a gestão de uma equipe, onde os atores podem produzir mais trabalhando juntos do que individualmente. Por isso, há um incentivo para que o trabalho seja colaborativo. Se isso não acontecer, quando o indivíduo perceber que seu rendimento individual não poderá ser mensurado, resultará, certamente, em uma propensão à ociosidade dos membros da equipe (ALCHIAN; DEMSETZ, 2005).

Há conflitos de interesses entre os administradores e os proprietários do capital, pois os primeiros possuem maior informação e poder de decisão sobre o capital (BERLE; MEANS, 1932).

1.4 A Teoria da Agência

O problema de agência foi abordado pela primeira vez no trabalho “The Modern Corporation and Private Property”, de Berle e Means (1932). Nesse trabalho, os autores introduzem o problema de agência, criado pela separação entre a posse do capital e a administração do capital. Para eles, há conflitos de interesses entre os administradores e os proprietários do capital, pois os primeiros possuem maior informação e poder de decisão sobre o capital.

Para que interesses sejam ajustados, faz-se necessária a utilização de controles ou mecanismos de monitoramento que resultam no chamado **Custo de Agência**, tema abordado por Jensen e Meckling (1976) sobre a Teoria da firma, que trata dos direitos de propriedade e relaciona-os com os problemas de agências, resultando na Teoria da Agência.

Berle e Means (1932) sugerem que a governança corporativa está relacionada com as questões dos sistemas de controle e monitoramento dos acionistas das empresas, que fazem com que os administradores tomem decisões de acordo com os interesses dos proprietários do capital, e não de acordo com seus interesses. A partir deste conceito eles analisam empiricamente o conflito de interesses criado pela separação da propriedade e da gestão do capital e como o problema de agência pode influenciar o desempenho das organizações.

Após o trabalho apresentado, Berle e Means (1932) esclareceram o problema existente entre o proprietário do capital e os seus agentes, pois muitos não compreendiam como as decisões podiam ser tomadas com objetivos completamente diferentes ou contrários aos dos proprietários do capital. Isso explica como os gestores podem influenciar o direcionamento da empresa de acordo com os seus interesses.

O trabalho de Ross (1973) abordou a Teoria da Agência a partir da verificação da estrutura de remuneração dos gestores (o agente) no alinhamento dos seus interesses com os do proprietário do capital (o principal). O trabalho de Jensen e Meckling (1976) é considerado o clássico desta teoria, pois abordou principalmente questões econômicas e financeiras desse conflito de interesses que resultou na governança corporativa.

1.5 A Governança Corporativa

No Brasil, o processo de gestão das empresas passou por fortes mudanças nas últimas décadas. Até os anos de 1960 a gestão era centralizada pelo acionista majoritário e controlador familiar. Nos anos de 1970 apareceram os conselhos de administração com autonomia, bem como a segregação do poder entre os acionistas e os executivos profissionais (BORGES; SERRÃO, 2005).

Nesta mesma década, no ano de 1976, foi aprovada a Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404), que regulamentava as relações entre o conselho de administração e os acionistas e que também indicava cinco linhas básicas para orientação do mercado:

1. Proteção aos acionistas minoritários;
2. Responsabilidade do acionista controlador;
3. Ampla diversificação dos instrumentos de fiscalização postos à disposição dos acionistas;
4. Diferenciação entre companhia aberta e fechada;
5. Definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa.

Os anos de 1980 foram marcados pelo surgimento e expansão dos fundos de pensão e investimentos, pelo fortalecimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, da CVM (Comissão de Valores Imobiliários) e do CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica). Finalmente, nos anos 2000, apareceram novas formas de governanças, resultado do compartilhamento do controle acionário. Nessa década, devido à falência de companhias abertas e ao mercado financeiro, a discussão sobre o aprimoramento das práticas de governança tomou força, visando melhorar a gestão e também proteger os acionistas minoritários (BORGES; SERRÃO, 2005).

2 Metodologia

Um conjunto de afirmações inter-relacionadas forma a teoria, incluindo algumas generalizações semelhantes a leis que podem ser verificadas através de testes empíricos, pois a teoria tem como objetivo explicar algum evento. Algumas vezes a teoria é confirmada por pesquisas que a antecederam; outras vezes, a teoria pode explicar um determinado evento, resguardadas as devidas limitações.

As generalizações semelhantes a leis são expectativas quanto ao que acontecerá em circunstâncias específicas que permitam previsões da realidade (HAIR et al., 2005).

A pesquisa quantitativa explica fenômenos por meio da análise de um banco de dados. Para esta análise são utilizadas metodologias estatísticas para avaliar as hipóteses pré-estabelecidas a partir do referencial teórico.

A hipótese geral deste trabalho consiste em verificar se as empresas classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa obtêm um retorno diferenciado em relação às empresas do mercado tradicional e, além disso, se entre os níveis de governança corporativa o retorno varia de acordo com o nível de transparência.

Por isso, este estudo é classificado como empírico-analítico de natureza descritiva, pois suas abordagens apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos, e seus procedimentos de pesquisa exigem um conhecimento prévio do tema a ser estudado.

Utilizou-se a técnica estatística ANOVA para testar se existem diferenças entre as médias dos rendimentos obtidos por empresas que participam do Ibovespa, do mercado tradicional ou de algum nível de governança da Bovespa. A escolha desta metodologia considerou a necessidade da pesquisa em diferenças nas médias entre as empresas em cada amostra, num período de cinco anos.

3 Análise dos Resultados

Nesta seção, serão analisados os resultados dos testes efetuados a partir das amostras compostas de acordo com os parâmetros apresentados anteriormente. As análises serão separadas em duas partes.

Na primeira parte serão analisadas as amostras dos rendimentos das empresas separadas em cada grupo, isto é, verificar-se-á se existe diferença entre os retornos das empresas em cada grupo: Mercado Tradicional, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

Na segunda parte, analisar-se-á se os testes a partir da amostra das médias dos resultados separados por grupo – Mercado Tradicional, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, objetivando verificar se existem diferenças dos retornos entre eles, utilizando a ANOVA, e posteriormente comparar cada grupo utilizando o Teste t.

A metodologia utilizada na segunda parte da análise foi realizada em um estudo feito por Bressan e Bressan, publicado em 2008. Nessa pesquisa os autores utilizaram como base 130 empresas, sendo que 65 delas adotavam políticas de governança diferenciadas, e por isso estavam classificadas em algum nível diferenciado, enquanto as outras 65 não participavam de nenhum nível diferenciado de governança. O período da amostra foi de março de 2005 a março de 2006.

O modelo analítico utilizado foi o mesmo descrito na segunda análise: a **ANOVA**, para verificar se existem diferenças entre os retornos apurados; e posteriormente o **Teste t**, para verificar se existem diferenças significativas em relação a cada grupo analisado: Mercado Tradicional, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

As diferenças entre a pesquisa citada e esta pesquisa estão relacionadas na seleção das

empresas, que, no caso, é composta apenas pela amostra das empresas que participam do Ibovespa, no período entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010. A composição do rendimento por empresa foi apurada pela média do rendimento mensal e não apenas na diferença entre a cotação inicial em 01/01/2005 e a cotação final em 31/12/2010. Utilizar-se-á também a ANOVA para verificar se existem diferenças entre as ações de cada grupo (4.1) e a ANOVA e o Teste t para verificar se existem diferenças entre os grupos.

3.1 Análises dos Resultados entre as Empresas do Mesmo Grupo

Nesta parte da pesquisa verificar-se-á se existem diferenças entre os retornos das empresas dentro de cada grupo: Mercado Tradicional (14 empresas), Novo Mercado (13 empresas), Nível 1 (15 empresas) e Nível 2 (2 empresas). Para esta análise utilizou-se a técnica estatística ANOVA, bem como realizaram-se quatro testes, sendo um para cada grupo.

A seguir, a TAB. 1 apresenta os resultados extraídos do *software*.

TABELA 1 - Resultado do Teste ANOVA para cada amostra

Grupos	Entre Grupos	Dentro dos Grupos	Valor F	Valor P	F crítico	Hipótese
MT	0,0605	8,6380	0,4372	0,9563	1,7322	Rejeitar Hipótese Nula*
NM	0,0580	12,6431	0,2881	0,9912	1,7650	Rejeitar Hipótese Nula*
N1	0,0215	8,3242	0,1602	0,9998	1,7031	Rejeitar Hipótese Nula*
N2	0,0039	2,4197	0,1892	0,6644	3,9229	Rejeitar Hipótese Nula*

FONTE: O autor (2016)

* A hipótese nula foi rejeitada porque a probabilidade do erro tipo II foi superior à do erro tipo I

De acordo com a TAB. 1, pode-se observar que em todos os resultados temos o valor da estatística f inferior ao $f_{\text{crítico}}$, o que possibilita afirmar que, segundo a regra de decisão da ANOVA, podemos não rejeitar a hipótese nula de que todos os retornos das empresas em cada grupo são semelhantes. No entanto, como utilizamos para este teste o $\alpha = 0,05$ (erro tipo I), e o valor P (probabilidade) em todos os testes foi superior ao erro tipo I, isto é, nestes resultados existe maior probabilidade de ocorrência do erro tipo II (aceitar a hipótese

nula, quando se deve aceitar a hipótese alternativa), por isso nesta pesquisa iremos aceitar a Hipótese alternativa (rejeitar a hipótese nula) de que as médias dos retornos das empresas dentro do grupo são diferentes.

Com relação ao resultado dos testes, pode-se observar que o Mercado Tradicional apresentou a maior média de retorno entre as empresas, mas as empresas do Novo Mercado apresentaram a maior média de rendimentos de cada empresa.

Embora o objetivo desta pesquisa seja apenas verificar se existem diferenças entre os retornos para as empresas, os resultados do teste poderão incentivar o início de outras pesquisas que visam compreender porque existem diferenças entre os retornos das empresas classificadas no mesmo nível de diferenciado ou mesmo no mercado tradicional.

3.2 Análise dos Resultados entre os Grupos

Nesta parte da pesquisa será verificado se existe diferença entre a média dos retornos apurados entre os grupos. A amostra para esta análise será composta da seguinte maneira: Mercado Tradicional (14 observações), Novo Mercado (13 observações), Nível 1 (15 observações) e Nível 2 (2 observações), totalizando 44 observações.

Primeiramente será realizado o teste ANOVA para verificar se existem diferenças das médias entre os grupos indicados. Na TAB. 2 apresentam-se os resultados extraídos do *software*.

TABELA 2 - Resultado do teste ANOVA entre todos os Grupos - Estatística Descritiva

Grupos	Amostra	Média	Variância
MT	14	0,7506%	7,8838E-05
NM	13	0,8407%	8,1871E-05
N1	15	1,0948%	2,5973E-05
N2	2	-0,9559%	6,688E-05

FONTE: O autor (2016)

TABELA 3 - Resultado da ANOVA

Entre Grupos	Dentro dos Grupos	Valor F	Valor P	F crítico	Hipótese
0,0008	0,0024	4,1092	0,0124	2,8387	Rejeitar Hipótese Nula

FONTE: O autor (2016)

Ao analisar as tabelas, verifica-se que existem diferenças entre as médias dos retornos entre os grupos, porque, de acordo com a regra de decisão da ANOVA, a estatística f é maior que o $f_{\text{crítico}}$, logo não se aceita a hipótese nula de que todas as médias são iguais.

Outra informação obtida nas tabelas 2 e 3 está relacionada com o valor P , isto é, a probabilidade de ocorrência do erro tipo 2. Nesse resultado o valor P é inferior ao $\alpha = 0,05$ utilizado, por isso pode-se afirmar que este resultado é estatisticamente significante.

Com relação à estatística descritiva, observa-se que o rendimento médio das empresas listadas no Ibovespa que participam do Novo Mercado (0,84%) e do Nível 1 (1,09%) possui retorno superior ao das empresas listadas no mercado Tradicional (0,75%), bem como ao das empresas que participam do Nível 2 (-0,95%).

Na pesquisa realizada por Bressan e Bressan (2008), o resultado da ANOVA apresentou estatística f de 3,2162 e valor p igual a 0,0262 e as empresas que participavam dos níveis diferenciados de governança corporativa obtiveram um retorno superior às empresas listadas no mercado tradicional.

Comparando os dois resultados, pode-se dizer que foram semelhantes, exceto no resultado apurado em relação ao Nível 2, fato que pode ter acontecido porque as duas empresas listadas no Ibovespa e classificadas no nível tiveram retorno negativo nos últimos cinco anos.

A partir do resultado indicado nas tabelas 2 e 3, isto é, que existem médias diferentes, foram efetuados os testes da ANOVA entre os três grupos que participam dos níveis diferenciados

de governança corporativa, bem como dos resultados dos testes entre os grupos. A TAB. 4 apresenta os resultados dos testes descritos.

TABELA 4 - Resultado do Teste ANOVA entre grupos

Grupos	Entre Grupos	Dentro dos Grupos	valor F	valor P	F crítico	Hipótese
NM/N1/N2	0,0007	0,0014	7,0920	0,0033	3,3541	Rejeitar Hipótese Nula
NM/MT	0,0000	0,0020	0,0681	0,7962	4,2417	Rejeitar Hipótese Nula*
N1/MT	0,0001	0,0014	1,6686	0,2074	4,2100	Rejeitar Hipótese Nula*
N2/MT	0,0005	0,0011	6,5350	0,0228	4,6001	Rejeitar Hipótese Nula
NM/N1	0,0000	0,0013	0,8688	0,3599	4,2252	Rejeitar Hipótese Nula*
NM/N2	0,0006	0,0010	6,9312	0,0207	4,6672	Rejeitar Hipótese Nula
N1/N2	0,0007	0,0011	6,5350	0,0228	4,6001	Rejeitar Hipótese Nula

FONTE: O autor (2016)

* A hipótese nula foi rejeitada porque a probabilidade do erro tipo II foi superior à do erro tipo I

A TAB. 4 será analisada em duas etapas: na primeira será analisado o resultado do teste ANOVA entre os grupos que são classificados em níveis diferenciados de governança corporativa; é na segunda, o resultado do teste ANOVA para as análises entre cada grupo.

Visualizando o resultado do teste ANOVA para os três grupos: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, pode-se observar que não se aceita a hipótese nula, pois de acordo com a regra de decisão, se a estatística f é maior do que o $f_{\text{crítico}}$, não se aceita a hipótese nula de que todas as médias são iguais. Observe também que a média entre eles é bem pequena (0,0007) e a média dentro dos grupos é o dobro da média entre eles (0,0014). E, por fim, o valor p do teste é inferior ao $\alpha = 0,05$, tornando assim o teste estatisticamente significativo.

Passamos para a análise dos testes da ANOVA realizados entre os grupos. Esta análise foi realizada com o objetivo de verificar se existem diferenças entre cada grupo. Na próxima análise será efetuado o Teste t.

Analisando os testes entre os grupos apresentados na TAB. 4, pode-se observar que em todas as análises efetuadas o Nível 2 apresenta diferença estatisticamente significativa e como

resultado não devemos aceitar a hipótese nula de que o grupo Nível 2 possui médias iguais aos demais grupos.

Outra observação que se extraiu da TAB. 4 foi: em todas as análises que envolveram o Novo Mercado, Nível 1 e Mercado Tradicional tivemos como resultado da regra de decisão que não se deve rejeitar a hipótese nula considerando-se que as médias são iguais. Isto é, considerando um $\alpha = 0,05$, em 95% das vezes, temos a possibilidade de obter médias semelhantes nestas amostras, o valor p , que é a probabilidade de ocorrência do erro tipo II, ou seja, não rejeitando a hipótese nula, temos como resultado a hipótese alternativa. Considerando esta ocorrência, é aceita nesta pesquisa a hipótese alternativa como verdadeira em decorrência da probabilidade de ocorrência do erro tipo II ser superior ao $\alpha = 0,05$.

Aceitando a hipótese alternativa, afirma-se que existem diferenças entre os retornos das empresas listadas no Ibovespa e nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Após apresentar os resultados do teste ANOVA, na sequência apresenta-se a TAB. 5 com os resultados do Teste t efetuados para comparar cada grupo.

TABELA 5 - Resultado do Teste t

Descrição	Estatística t	Probabilidade	t crítico	Hipótese
NMxMT	0,2609	0,7963	2,0595	Rejeitar Hipótese Nula*
N1xMT	1,2686	0,2191	2,0860	Rejeitar Hipótese Nula*
N2xMT	- 2,7301	0,2235	12,7062	Rejeitar Hipótese Nula*
NMxN1	- 0,8969	0,3816	2,1009	Rejeitar Hipótese Nula*
NMxN2	2,8500	0,2148	12,7062	Rejeitar Hipótese Nula*
N1xN2	3,4579	0,1792	12,7062	Rejeitar Hipótese Nula*

FONTE: O autor (2016)

* A hipótese nula foi rejeitada porque a probabilidade do erro tipo II foi superior à do erro tipo I

De acordo com os resultados do Teste t (apresentados na TAB. 5), efetuado entre os grupos, observou-se que, em todas as análises, não se pode rejeitar a hipótese nula. De acordo com a regra de decisão do Teste t, que indica que quando a estatística t é menor que o $t_{\text{crítico}}$ não se pode rejeitar a hipótese nula, considerando que a probabilidade de ocorrência do erro tipo II em todos os testes foi superior ao $\alpha = 0,05$, rejeita-se a hipótese nula aceitando a hipótese alternativa, pois existem diferenças do retorno entre os grupos.

Ao analisar os dados apresentados, observou-se que os testes concluíram que existem diferenças entre as médias dos retornos em cada grupo Mercado Tradicional, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, e que o retorno médio das empresas listadas no Novo Mercado (0,8407%) e Nível 1 (1,0948%) foram superiores ao retorno médio das empresas listadas no Mercado Tradicional (0,7506%). Isso confirma os princípios teóricos apresentados nesta pesquisa, de que o mercado está disposto a pagar mais por ações de empresas que se dispõem a diminuir o nível de informação assimétrica entre os agentes e o principal por meio da governança corporativa.

Considerações Finais

O objetivo principal deste trabalho foi verificar se existe diferença entre os retornos das Empresas listadas no Ibovespa e nos Níveis de Governança Corporativa criados pela Bovespa em dezembro de 2000, visando diferenciar as empresas que voluntariamente adotassem práticas adicionais de governança corporativa.

Para o desenvolvimento do tema, foi elaborado um referencial teórico sobre governança corporativa a partir do problema de assimetria da informação, passando pela teoria de custos de transação e teoria da agência.

Diante disso, apresentaram-se os resultados dos testes efetuados com a ANOVA para verificar se existem diferenças entre os retornos das empresas que participavam do mesmo grupo. Como resultado, verificou-se que as médias são diferentes entre as empresas do mesmo grupo. A outra análise tinha como objetivo verificar se existem diferenças entre os retornos em cada grupo, e o resultado indicou que existem diferenças entre as médias em cada grupo. A última parte dos testes foi verificar se existe diferença entre os grupos, dois a dois, e como conclusão observou-se que existem diferenças entre as médias em cada grupo.

Comparando a média dos retornos de cada grupo, observou-se que o retorno médio das empresas listadas no Novo Mercado (0,8407%) e

Nível 1 (1,0948%) foi superior ao retorno médio das empresas listadas no Mercado Tradicional (0,7506%) e também no Nível 2 (-0,9559%), que nesta amostra era composto por apenas duas empresas que obtiveram retornos negativos neste período.

Os resultados encontrados neste estudo complementam os estudos de Bressan e Bressan (2008) e relatam que no mercado brasileiro verificou-se que a rentabilidade das ações de empresas entre os níveis de governança corporativa em relação ao mercado possuía comportamento diferenciado em relação ao mercado tradicional. Já Silva (2004), em seu trabalho, apurou que existe uma relação estatisticamente significativa entre o nível diferenciado de governança e o valor de mercado nas empresas brasileiras.

As limitações deste estudo estão relacionadas ao pequeno número de empresas analisadas para comparação dos retornos, pois foram estudadas apenas as empresas listadas no Ibovespa com operações entre 01/01/2006 e 31/12/2010.

Como sugestão para as próximas pesquisas destaca-se a possibilidade de realizar o mesmo teste em outros períodos com as empresas do Ibovespa ou com todas as empresas que possuem ações negociadas na Bovespa, bem como pesquisar porque existem diferenças entre os retornos das empresas classificadas no mesmo nível diferenciado de governança ou mesmo no mercado tradicional.

Por fim, com as informações obtidas, conclui-se que, em concordância com os princípios teóricos apresentados, as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa possuem maior retorno, pois o mercado está disposto a pagar um prêmio maior por ações de empresas que se dispõem a diminuir o nível de informação assimétrica entre a empresa e seus investidores por meio da governança corporativa.

- Recebido em: 27/10/2014
- Aprovado em: 12/04/2016

Referências

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, Aug. 1970. Disponível em: <<https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2016.

ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Produção, custos de informação e organização econômica. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 45, n. 3, p. 70-92-108, 2005.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BORGES Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2405.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2016.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a sociedade por ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 18 abr. 2016.

_____. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1 nov. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 15 abr. 2016.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Regulamento do novo mercado**: versão posterior à Lei n. 10.303 e ICVM 358. São Paulo: BOVESPA, 2002. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/clearing/clearing-bm-fbovespa/ Acesso em: 4 fev. 2011.

_____. **Regulamento dos níveis diferenciados de governança corporativa**: versão posterior à Lei n. 10.303 e ICVM 358. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/clearing/clearing-bm-fbovespa/ Acesso em: 4 fev. 2011.

BRESSAN, Valéria Gama Fully; BRESSAN, Aureliano Angel. Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam governança corporativa com relação às empresas do mercado tradicional?

Organizações Rurais & Agroindustriais, Lavras, v. 10, n. 2, p. 250-263, maio/ago. 2008.

COASE, Ronald Harry. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937. Disponível em: <<http://www.colorado.edu/ibs/es/alston/econ4504/readings/The%20Nature%20of%20the%20Firm%20by%20Coase.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2016.

CUTLIP, Scott; CENTER, Allen H. **Effective public relations: pathways to public favor**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall: 1952.

GARCIA, Fábio Gallo. **Verificação da existência de assimetria de informações no processo de emissão de ações no mercado brasileiro**: uma forma de medir a importância de ativos da empresa. 2002. 253 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2002.

HAIR JR., Anderson, R. E et al. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAIR JR., Joseph F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HIRSHLEIFER, Jack. **Investment, interest and capital**. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1970.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976. Disponível em: <http://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen_76.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2016.

LEVINE, David M.; BERENSON, Mark L.; STEPHAN, David. **Estatística**: teoria e aplicações. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MAHONEY, William F. **Relações com investidores**. Rio de Janeiro: IMF, 1997.

MICHALISCHEN, Fernanda. **Evidências da migração de empresas de capital aberto para os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa**: um estudo de evento. 2008. 175 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2008.

MOREIRAS, Luiz Maurício Franco. **Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica**. 2010. 153 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

NOBREGA, Mailson et al. **O mercado de capitais**: sua importância para o desenvolvimento e os entraves que se defronta no Brasil. São Paulo: BOVESPA, 2000. (Estudos para o desenvolvimento dos mercados de capitais).

ROCHA, Carlos Fernando Paleo da; PROCIANOY, Jairo Laser. Disclosure das companhias abertas brasileiras: um estudo exploratório. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 2, n. 3, set./dez. 2004. Disponível em: <<http://www.revista.ufpe.br/gestaoorg/index.php/gestao/article/viewFile/127/109>>. Acesso em: 15 abr. 2016.

ROSS, Stephen A. The economic theory agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, June 1997. Disponível em: <<http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2016.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004. Disponível em: <<http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904348a361.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2016.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações [1776]**. São Paulo: Hunter, 2014.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. 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, dez. 2004.

WILLIAMSON, Oliver E. **Market and hierarchies**: analysis and antitrust implications. New York: The Free Press, 1975.

_____. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.