

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

MELISSA GERHARD

GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS LISTADAS NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

SÃO LEOPOLDO

2012

MELISSA GERHARD

GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS LISTADAS NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientadora: Prof^a Dr^a Clea Beatriz Macagnan

São Leopoldo

2012

G368g Gerhard, Melissa
Governança corporativa em empresas do mercado acionário brasileiro e investidores institucionais / Melissa Gerhard. -- 2012.
77 f. : il. ; 30cm.

Dissertação (mestrado em Ciências Contábeis) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2012.

Orientador: Profª Drª Clea Beatriz Macagnan.

1. Governança corporativa. 2. Empresa - Mercado acionário - Investidor institucional. I. Título. II. Macagnan, Clea Beatriz.

CDU 658.012.43

MELISSA GERHARD

GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS LISTADAS NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Dissertação apresentada como requisito
parcial para a obtenção do título de Mestre,
pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da Universidade do Vale do Rio
dos Sinos - UNISINOS

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Eduardo Schiehl – HEC Montreal

Prof. Dr. Clóvis Antonio Kronbauer - UNISINOS

Prof. Dr. João Zani - UNISINOS

AGRADECIMENTOS

Ao grupo de professores que permitiu que eu fizesse parte do seletivo grupo de mestrandos da UNISINOS: muito obrigada.

Gostaria de fazer um agradecimento especial à professora Dra. Clea Beatriz Macagnan. Por ter me acolhido tão bem em um dos períodos mais importantes de minha vida. Por ter atenuado minhas aflições e ensinado lições valiosas sobre a vida.

Ao meu afilhado Arthur. Mesmo sem entender (ainda) o valor de um mestrado, sempre me tratou com amor. É por ele e para ele que desejo me tornar uma pessoa melhor.

Ao meu irmão Eduardo e minha irmã emprestada Carol, que comprovaram a veracidade do ditado “não precisa estar junto para estar perto”. Mesmo distantes fisicamente, me apoiaram e me deram forças para continuar. E não permitiram que seu filho Arthur se afastasse de mim.

À minha irmã Ana, seu esposo Alessandro e meu sobrinho Augusto, por terem compreendido minha ausência nesses dois anos. E por terem me mantido informada sobre as peripécias do Augusto. Teremos muito tempo ainda para ‘tirar o atraso’.

Aos meus pais, que educaram seus três filhos da melhor forma possível. E nos ensinaram os principais valores do ser humano.

À minha tia Tânia e à minha madrinha Sônia. Pessoas mais do que especiais, que estão sempre de braços abertos quando preciso. Espero um dia poder retribuí-las.

Às minhas amigas Caroline e Carine. O mestrado oportunizou o nosso encontro e uma parceira nasceu. A amizade de vocês é inestimável.

À minha amiga e anjinha Inez. Por suas infinitas palavras positivas e sua enorme paciência.

Aos meus colegas de trabalho. Mesmo os conhecendo há pouco, vivenciaram comigo parte da ansiedade e me apoiaram. Em especial à “MM”, por todo suporte e preocupação. E ao Eduardo, pelo interesse no estudo e compreensão em minhas ausências.

Ao prof. Dr. Tiago Alves, pelo apoio nas dúvidas sobre econometria. Um aprendizado valioso.

Aos professores do PPG da UNISINOS, por sua atenção e vontade de nos tornar pessoas melhores.

À CAPES e à UNISINOS, por me proporcionarem tal vivência.

RESUMO

O objetivo da presente dissertação foi analisar se a decisão de investimento dos investidores institucionais é suportada pelo fato das empresas pertencerem a níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Ocorre que a separação entre propriedade e controle na empresa moderna está altamente relacionada ao problema geral de agência. A assimetria informacional, juntamente com as diferentes disposições de assumir riscos e a emergência de conflitos de interesse, compõe os pressupostos básicos da problemática de agência. A pesquisa, portanto, foi realizada apresentando este embasamento teórico, somado a estudos nacionais e internacionais empíricos cuja relação entre governança corporativa e investidores institucionais foi evidenciada. Estudos similares, visando apenas institutos de previdência privada e não investidores institucionais em sua totalidade foram encontrados em nível nacional. A dissertação aborda as evidências de forma quantitativa, e realiza as análises de forma explicativa. Para a análise dos dados foram utilizadas regressões lineares, com dados em painel. A relação positiva encontrada através de regressões econométricas é prova de que empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa são mais atrativas para os investidores institucionais. O fato de outras variáveis comporem o modelo econométrico testado, além de terem sido rodados modelos com períodos diferentes (4 e 10 anos) e analisados painéis balanceados e não balanceados, demonstra a robustez da presente dissertação. A mesma poderá contribuir para estudos futuros, visto que compara informações de bolsa de valores brasileira com estudo realizado no mercado americano.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Investidor Institucional; Mercado Acionário; Decisões de Investimento

ABSTRACT

The aim of this thesis was to analyze if the investment decision of institutional investors is supported by the fact of companies which belong to different levels of corporate governance at BM&FBOVESPA. What happens is that the separation of ownership and control in modern enterprise is highly related to the general problem of agency. The asymmetry of information, along with the various provisions to take risks and the emergency of conflicts of interests, makes up the basic assumptions of the problem of agency. Therefore, the research was conducted by presenting this theoretical basis, in addition to national and international empirical studies whose relationship between corporate governance and institutional investors was evident. Similar studies, aiming at only private security institutes and not institutional investors on its totality, were found at national level. The thesis discusses the evidence quantitatively, and performs analyzes in an explanatory way. For data analysis, it was used linear regression with panel data. The positive relationship found through econometric regression is proof that companies listed on differentiated levels of corporate governance are more attractive to institutional investors. The fact that other variables compose the econometric model tested, and have been run models with different periods (4 to 10 years) and analyzed balanced and unbalanced panels, demonstrates the robustness of this thesis. The same could contribute to future studies, since compares information from the Brazilian stock exchange to a study in the American market.

Key words: Corporate Governance, Institutional Investor, Stock Market and Investment Decisions.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - A governança corporativa nas empresas.....	24
-------------------------------------------------------	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Comparativo dos Segmentos de Listagem da BM&FBOVESPA.....	26
Quadro 2 - Composição dos ativos detidos por gestores institucionais em 2009.....	33
Quadro 3 - Propriedade detida por investidores institucionais nacionais e estrangeiros.....	35
Quadro 4 - Descrição das variáveis do estudo de Chung e Zhang (2011):	39
Quadro 5 - Construção da variável PROP_INST	40
Quadro 6 - Relações esperadas para os modelos econométricos propostos.....	43
Quadro 7 - Variáveis de Controle.....	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Total Geral Negociado na BM&FBOVESPA nos últimos cinco anos	14
Tabela 2 - Ativos detidos por investidores institucionais.....	34
Tabela 3 - <i>Dummys</i> utilizadas no modelo ecométrico.....	44
Tabela 4 - Participação dos investidores institucionais no mercado	48
Tabela 5 - Adesão à níveis diferenciados de governança corporativa.....	49
Tabela 6 – Estatística descritiva – 10 anos – balanceado.....	50
Tabela 7 – Estatística descritiva – 10 anos – não balanceado.....	50
Tabela 8 – Estatística descritiva – 4 anos – balanceado.....	51
Tabela 9 – Estatística descritiva – 4 anos – não balanceado.....	51
Tabela 10 - Análise de correlação - 10 anos - balanceado	52
Tabela 11 - Análise de correlação - 10 anos - não balanceado.....	53
Tabela 12 - Análise de correlação - 4 anos - balanceado.....	53
Tabela 13 - Análise de correlação - 4 anos - não balanceado.....	54
Tabela 14 - Resultados do teste de Hausman	54
Tabela 15 - Resultado da estimação - dados de 10 anos não balanceados	56
Tabela 16 - Resultado da estimação - dados de 10 anos balanceados.....	57
Tabela 17 - Resultado da estimação - dados de 4 anos não balanceados	57
Tabela 18 - Resultado da estimação - dados de 4 anos balanceados.....	58
Tabela 19 - Análise geral das regressões.....	58
Tabela 20 - Comparativo entre modelos de estudo americano e presente estudo	60

LISTA DE SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFPs	Demonstrações Financeiras Padronizadas
IANs	Informações Anuais
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ITRs	Informações Trimestrais
VPL	Valor Presente Líquido
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
ISS	<i>Institutional Shareholder Services</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa	11
1.2 Objetivos do Estudo	12
1.3 Relevância e Justificativa	13
1.4 Delimitação do Estudo e Estrutura da Dissertação	14
2 REVISÃO DE LITERATURA	15
2.1 Revisão de Literatura Teórica	15
2.1.1 Empresa Sociedade Anônima: separação entre propriedade e controle	15
2.1.2 Mercados de Capitais	17
2.1.3 Problemática da Assimetria Informacional: seleção adversa e risco moral	18
2.1.4 Teoria de Agência	20
2.1.5 A Governança Corporativa	22
2.1.6 Decisões de Investimento e Investidores Institucionais	30
2.2 Revisão de Literatura Empírica e Formulação das Hipóteses	35
3 METODOLOGIA	39
3.1 Modelo de Regressão	39
3.1.1 Variável a Explicar (Dependente)	43
3.1.2 Variáveis Explicativas	44
3.1.3 Variáveis de Controle	45
3.2 População e Amostra, Fonte e Coleta de Evidências	46
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	48
4.1 Análise Descritiva	48
4.2 Análise da Correlação entre as Variáveis	52
4.3 Análise das Regressões com Dados em Painel	55
4.4 Comparativo com o Estudo Internacional	59
4.5 Análise das Hipóteses sobre Decisão de Investimento dos Investidores Institucionais	61
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
REFERÊNCIAS	65
ANEXO A - REQUISITOS PARA ADESÃO - NÍVEL 1 DA BM&F BOVESPA	69
ANEXO B - REQUISITOS PARA ADESÃO - NÍVEL 2 DA BM&F BOVESPA	70
ANEXO C - REQUISITOS PARA ADESÃO - NOVO MERCADO DA BM&F BOVESPA	72
ANEXO D - REQUISITOS PARA ADESÃO - BOVESPA MAIS DA BM&F BOVESPA	74

1 INTRODUÇÃO

O número de empresas dispostas a captar recursos no mercado acionário brasileiro tem aumentado, embora em 2009, período em que os grandes mercados de capitais sofreram com a crise econômica mundial, tenha tido uma pequena queda. Nos últimos três anos, o crescimento do mercado de capitais brasileiro têm sido representativo. De 2009 a 2011 o crescimento foi de 22,79%. De uma forma mais específica, o volume negociado por investidores institucionais nacionais no mês de novembro de 2012, representou em torno de 15% de todo valor negociado na BM&FBOVESPA, somente superados em volume pelo total de investidores estrangeiros, que representaram algo em torno de 20% do volume negociado no mercado de capitais. Dado o volume de recursos disponíveis para investir e a tendência a preferirem investimentos a longo prazo (suas principais características), os investidores institucionais podem tornar-se o foco de empresas captadoras de recursos.

Nesse contexto, o objetivo desta dissertação é analisar a relação entre práticas de governança corporativa e a decisão de investimento de investidores institucionais. Assim, no que se refere à relação, foi analisada a influência das práticas de governança corporativa sobre a decisão de investimento de organizações institucionais. Primeiramente verificou-se de que forma outros estudos mensuraram a participação acionária dos investidores institucionais e definiu-se o modelo econométrico a ser utilizado. Feito isso, foram realizadas revisões de literatura teórica e empírica e a coleta dos dados para a regressão. Neste capítulo apresenta-se a contextualização e o problema de pesquisa, seguido dos objetivos, justificativa e relevância do estudo e sua delimitação.

1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa

As organizações institucionais, detentoras de grande capacidade de investimento se tornaram representativas em mercados de capitais de diversos países. Como grandes acionistas, essas instituições poderiam se tornar um mecanismo externo de controle, monitorando o desempenho dos gestores das empresas investidas. Os mesmos poderiam ser mais comprometidos a investir em empresas com práticas atuantes de governança corporativa, uma vez que as mesmas poderiam tornar a gestão da empresa mais transparente e equilibrada. Os investidores minoritários também seriam beneficiados com práticas de governança corporativa, uma vez que o conselho de administração, seu principal órgão de representação na empresa é considerado um mecanismo interno de governança. (STARKS, 2000; LEAL;

SAITO, 2003; OLIVEIRA, 2005). No estudo de Schiell e Bellavance (2009), foram identificadas evidências de uma associação positiva entre as medidas não financeiras e o plano de bônus dos diretores que integram o conselho de administração, indicativo da importância do sistema de gestão fundamentado na governança corporativa.

O mercado de capitais brasileiro seria composto por empresas com controle familiar, e, portanto, administradores poderiam ser mais facilmente monitorados pelos proprietários do negócio. Inclusive, pessoas relacionadas aos controladores comporiam o conselho de administração e acionistas minoritários não se utilizariam de mecanismos que aumentassem sua representação nos conselhos. Apesar disto, é factível a existência de conflitos entre acionistas minoritários e controladores, sendo considerada, inclusive, como um problema central de política a proteção de minoritários. Nessa perspectiva, na tentativa de atenuar conflitos de interesse, o sistema de gestão vem sendo estimulado a implantar e valorizar a governança corporativa. (LEAL; SAITO, 2003).

Realizou-se uma revisão de literatura que possibilitou reconhecer o valor das empresas estruturadas com governança corporativa para os investidores institucionais. (WAHAB, HOW; VERHOEVEN, 2008; CHUNG; ZHANG, 2011). Em contrapartida, o estudo de Bobilo, Alonso e Gaité (2002) identificou relação negativa entre governança corporativa e investidores institucionais. Dada a importância de investidores institucionais no mercado de capitais brasileiro e o resultado das pesquisas sobre o tema não apresentarem evidências conclusivas, formulou-se o seguinte questionamento de pesquisa: a decisão de investimento de investidores institucionais estaria relacionada à presença de práticas de governança corporativa em companhias abertas?

Com vistas a responder este questionamento, no próximo item apresenta-se o objetivo geral e os objetivos específicos deste estudo.

1.2 Objetivos do Estudo

O objetivo geral do presente estudo é analisar se a decisão de investimento dos investidores institucionais está relacionada com a presença de práticas de governança corporativa em empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2002 a 2011.

A fim de cumprir o objetivo geral, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Ponderar e analisar a participação dos investidores institucionais (nacionais e internacionais) na estrutura de capital das empresas que compõe a amostra;

- b) Diagnosticar, através do modelo econométrico estudado, quais índices podem indicar uma possível influência sobre as decisões de investimento dos investidores institucionais.

1.3 Relevância e Justificativa

Através da revisão de leitura empírica foi possível identificar estudos que analisaram decisões de investimento de investidores institucionais e governança corporativa, a saber: Bobillo, Alonso e Gaité (2002), Thompson-Flôres (2004), Silveira (2004), Rotta (2004), Oliveira (2005), Punsuvo, Kayo e Barros (2007), Wahab, How e Verhoeven (2008), Hasan e Kadapakkam (2008), Mizuno (2010), Haan e Kakes (2011) e Chung e Zhang (2011). Em sua maioria, os autores analisam amostras representativas de empresas listadas em mercados de capitais de outros países, não do Brasil.

Considerando estudos com amostra de empresas listadas no Brasil, foi identificado o estudo de Thompson-Flôres (2004) que analisou em que medida os fundos de pensão são capazes de mitigar o "risco de agência" incentivando as chamadas boas práticas de governança. Outros estudos, realizado por Silveira (2004) e também o artigo de Punsuvo, Kayo e Barro (2007), analisaram a relação entre a participação acionária dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa das empresas. Oliveira (2005) estudou se havia correlação positiva entre o índice de qualidade da governança corporativa e a participação acionária de um investidor institucional objeto de seu estudo, a organização institucional PREVI. Dos trabalhos encontrados nessa área nenhum possui o foco desta dissertação. O que justifica a realização deste trabalho, pois oportuniza melhor entendimento da problemática apresentada.

Ao mesmo tempo, esta dissertação poderá ajudar as organizações que atuam no mercado de capitais brasileiro a estabelecerem decisões que favoreçam a eficiência do mesmo. Vale destacar que o mercado de capitais brasileiro não tem o volume de negócios que se equipare aos grandes mercados financeiros, como o americano, por exemplo. No entanto, o mercado de capitais brasileiro vem demonstrando crescimento, fato possível de ser visualizado na página eletrônica da BM&FBOVESPA, conforme tabela nº 1 (a seguir apresentada).

Tabela 1 - Total Geral Negociado na BM&FBOVESPA nos últimos cinco anos

Período	2007	2008	2009	2010	2011
Volume (R\$ Mil)	4.895.130	5.525.494	5.286.820	6.488.649	6.491.645
Crescimento (%)		12,88	-0,04	22,73	0,05
Volume (US\$ Mil)	2.554.751	3.119.318	2.735.178	3.693.477	3.890.340
Crescimento (%)		22,10	-12,31	35,04	5,33

Fonte: BM&FBOVESPA (2012).

As organizações que integram este mercado precisam lidar com a problemática que fundamenta este estudo. Assim, pesquisas como essa contribuirão para orientar a análise do desempenho da gestão e busca da eficiência das organizações que atuam no mercado de capitais brasileiro. Ainda, esta dissertação integra o grupo de pesquisa sobre Governança Corporativa, cadastrado no CNPq, coordenado pela Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan.

1.4 Delimitação do Estudo e Estrutura da Dissertação

O estudo implicou na análise de empresas com existência ou inexistência de governança corporativa. Todavia, o presente estudo não aborda a qualidade da governança corporativa em cada empresa ou se a mesma cumpre as exigências feitas pela BM&FBOVESPA, mas sim o fato dela estar listada em um segmento diferenciado e qual o referido segmento.

O presente trabalho teve como foco os investidores institucionais detentores de ações por assim dizer, não sendo objeto de estudo demais potenciais investidores. Ao contrário de alguns estudos encontrados na revisão de literatura, a presente dissertação não excluiu as empresas financeiras.

Sobre a identificação dos investidores institucionais, utilizou-se a classificação estabelecida pelas regras da BM&FBOVESPA. O tratamento de pesquisa será o mesmo para investidores institucionais nacionais e internacionais.

Após esta introdução, apresenta-se o segundo capítulo contendo a revisão de literatura, sendo o primeiro subcapítulo com a revisão teórica e o segundo com a revisão de literatura empírica, que abordará os principais estudos encontrados em nível internacional e nacional acerca do tema abordado, além da formulação das hipóteses. O terceiro capítulo é composto pela metodologia e o quarto capítulo pelos resultados obtidos. O quinto capítulo é destinado às considerações finais, limitações do estudo e sugestões para pesquisas futuras.

2 REVISÃO DE LITERATURA

O presente capítulo é formado pela revisão de literatura teórica e revisão de literatura empírica, fundamentando a dissertação. O capítulo é concluído pela formulação das hipóteses.

2.1 Revisão de Literatura Teórica

A fundamentação teórica do presente estudo divide-se em seis partes, sendo elas: (i) empresa sociedade anônima: separação entre propriedade e controle, (ii) mercado de capitais, (iii) problemática da assimetria informacional: seleção adversa e risco moral, (iv) teoria de agência, (v) a governança corporativa e (vi) decisões de investimento e investidores institucionais.

2.1.1 Empresa Sociedade Anônima: separação entre propriedade e controle

As organizações caracterizadas como sociedades anônimas teriam surgido na época das companhias de comércio. Nada mais seriam do que grupos de investidores que optavam por juntar suas riquezas individuais a fim de “organizar e manter um empreendimento”. (BERLE; MEANS, 1984, p. 9). Essas organizações teriam a propriedade legal do valor arrecadado e passariam a ter o poder de decisão sobre esse capital, estabelecendo o próprio curso econômico. Em contrapartida, os acionistas e seus descendentes usufruiriam desses ativos e seus respectivos lucros acumulados. Uma das principais características da sociedade anônima, que a diferencia de outras organizações, seria a separação entre propriedade e controle da mesma, dando origem a papéis distintos entre proprietário e gestor do negócio. Apesar de proprietários possuírem direito a voto, a importância do mesmo se reduziria à medida que o número de acionistas de uma sociedade anônima poderia ser ampliado, se multiplicando ao longo do tempo. (BERLE; MEANS, 1984).

A sociedade anônima provocou, dessa forma, a separação de outros dois importantes atributos da propriedade. O primeiro é o risco assumido ao realizar empreendimentos que provém de riqueza coletiva com o propósito da obtenção de lucro. E o segundo é a responsabilidade final assumida por esse empreendimento. Na verdade, boa parte da propriedade individual estaria representada pelas ações que constituiriam a estrutura de capital de grandes empresas, configuradas como ativos e empreendimentos produtivos. Com a ampliação do número de empresas sociedade anônima, a empresa caracterizada como

propriedade individual estaria desaparecendo. (BERLE; MEANS, 1984). Baseados em dados disponíveis em sua época, Berle e Means (1984) acreditaram que a fragmentação das riquezas individuais dos Estados Unidos aconteceria rapidamente. Os verdadeiros proprietários de grandes empresas americanas seriam inúmeros acionistas de classe média. Cada pequeno investidor possuiria centenas ou milhares de ações, sendo impotentes em sua individualidade. Os investidores institucionais deteriam quantidades suficientes, entre 3 e 5% das ações, para serem ouvidos nas reuniões corporativas. (MORK, 2007) A riqueza de um grupo seria administrada pelos gestores das empresas e grande parte dos proprietários de ações não administraria as mesmas. Empresas caracterizadas por escolhas individuais de produção do respectivo proprietário, centradas em objetivos pessoais, estariam sendo substituídas pela produção de empresas caracterizadas como sociedades anônimas, o que definiria um novo modelo de organização econômica de produção ou de serviços.

Sob outra perspectiva La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999) acreditam que apenas uma pequena parcela das empresas não é administrada por seu(s) proprietário(s). E o número de empresas controladas por instituições financeiras ou outro tipo de corporação pode ser ainda menor. O controle familiar nas empresas seria muito comum e, normalmente, a família gerenciaria suas empresas. Não seria comum que bancos exercessem controle em empresas nas quais possuíssem ações. As diferenças poderiam ser estabelecidas também pelo sistema fiscal. As normas fiscais de cada país poderiam provocar mudanças nas estruturas de propriedade das empresas e, em alguns casos, estariam relacionadas à proteção de acionistas minoritários. O tipo de empresa que Berle e Means (1984) abordam em seus estudos poderia ser mais facilmente encontrado em países ricos, com uma orientação legal baseada em princípio *commom law*, como por exemplo os Estados Unidos, foco de seus estudos. (LA PORTA; SHLEIFER; LOPEZ-DE-SILANES, 1999).

Alemanha e Japão possuem realidade similar. Ambos os países possuem forte controle e monitoramento de organizações realizado por instituições, especialmente bancos. Já na América Latina predomina a existência de grandes acionistas e concentração de propriedade, onde ocorreu o crescimento de fundos de pensão e o desenvolvimento de fundos de investimento. (STARKS, 2000)

A emergência do mercado de capitais, portanto, foi viabilizada através do surgimento de empresas de sociedade anônima. Este seria configurado por organizações que objetivassem intermediar a compra e venda de ações. A abordagem acerca dos mercados de capitais, e da visão de eficiência dos mesmos é o próximo tópico abordado.

2.1.2 Mercados de Capitais

O mercado de capitais é caracterizado por possibilitar que fornecedores e tomadores de títulos (que podem ser emitidos por empresas ou pelo governo) realizem transações. Em sua maioria, são negociados em mercados de capitais: ações ordinárias, ações preferenciais e títulos de dívida. Estes últimos são instrumentos utilizados por empresas e governo a fim de alavancar montantes de fundos. As bolsas de valores são organizações que fornecem o local para a realização dessa compra e venda de títulos, viabilizando a criação de mercados eficientes. Existem, no entanto, instituições e condições para que essa relação financeira seja viável. Um mercado de capitais eficiente, a longo prazo, favoreceria o crescimento dos negócios. (GITMAN, 2002).

O que se denomina como mercado de capitais eficiente seria “aquele no qual os preços de ações refletem completamente as informações disponíveis” (ROSS; WESTERFIELD; JAFE, 2008, p. 279). Uma informação publicada pela empresa poderia influenciar de forma positiva ou negativa os valores das ações, no mesmo dia. Em consequência, promovendo efeitos adversos, segundo a informação publicada, tanto para as empresas listadas no mercado de capitais como para os investidores. Essa perspectiva indicaria que os investidores não teriam vantagens em suas negociações de ações, pelo uso da informação. Isso porque os preços se ajustariam rapidamente, implicando em taxas de retorno normais para os investidores. De outra parte, o mesmo ocorreria para a empresa sociedade anônima que tivesse suas ações listadas no mercado de capitais. Elas receberiam “o valor justo dos títulos que vendem”. (ROSS; WESTERFIELD; JAFE, 2008, p. 279). Isto significaria dizer que a ação a ser negociada conteria em seu preço toda informação relevante. Possibilitaria então que um investidor, sem conhecimentos especiais sobre determinada ação, obtivesse um retorno equilibrado enquanto que a empresa pagaria um custo de capital considerado justo. Stadler e Castrillo (1994), ao abordarem o valor da informação, destacam que a informação tem valor e deter ou não a mesma implica em diminuir ou aumentar o custo do contrato.

Sob uma perspectiva mais avançada, mercados eficientes indicariam a existência de níveis distintos de eficiência. A classificação mais comum, desenvolvida por pesquisadores qualifica as informações em três tipos: “informação a respeito de preços passados, informação publicamente disponível e toda informação”. Essas classificações seriam assim denominadas: a) eficiência fraca; b) eficiência semiforte e c) eficiência forte. (ROSS; WESTERFIELD; JAFE, 2008, p. 280).

A forma fraca de eficiência de mercado ocorre quando são utilizadas informações baseadas em preços passados. Essas informações são encontradas mais facilmente, o que torna a eficiência fraca como “o tipo menos exigente de eficiência que esperaríamos encontrar em um mercado financeiro”. (ROSS; WESTERFIELD; JAFE, 2008, p. 281). Assim, a eficiência fraca significa que o preço atual da ação contém todas as informações do preço passado da mesma.

Diferenciando-se da classificação anterior, a eficiência semiforte seria “quando os preços refletem (incorporam) toda informação publicamente disponível, incluindo informações tais como demonstrações contábeis publicadas, além de séries históricas de preço” da ação no mercado. (ROSS, WESTERFIELD E JAFE, 2008, p. 282). Em outras palavras, no preço da ação se encontrariam refletidas todas as informações históricas e públicas da mesma.

Agora, na categoria reconhecida como eficiência forte, o preço da ação teria refletido toda a informação histórica, pública e outras que poderiam derivar de estudos sobre a empresa, economia e setor da mesma. Portanto, os níveis de eficiência se encontrariam implicados com o nível de informação.

Outra perspectiva teórica indicaria que os níveis de informação da empresa, representada por seus gestores, seriam diferenciadas em relação aos investidores. Portanto, a relação contratual estaria marcada pela assimetria informacional, o que afetaria a eficiência do mercado de capitais. Em seu estudo, Akerlof (1970, p.488) indica que existem evidências ligando variações de qualidade em mercados subdesenvolvidos. Existe uma quantidade representativa de mercados em que compradores utilizam informações de estudos estatísticos sobre o mesmo, realizando uma avaliação da “qualidade das compras em potencial”. Os retornos de mercado acabam por ser uma média de retornos de qualidade alta e baixa, o que resultaria em uma “redução da qualidade média de mercadorias e também no tamanho do mercado”. Neste sentido, o próximo subcapítulo versará sobre a problemática da assimetria de informação.

2.1.3 Problemática da Assimetria Informacional: seleção adversa e risco moral

Na abordagem realizada sobre mercados eficientes, verificou-se que o preço das ações já refletiria as informações sobre a mesma e não existiria uma diferença no nível de informações de agentes e proprietários. Em seu estudo, Akerlof (1970) utilizou como exemplo o negócio de carros usados para captar e demonstrar a essência do problema gerado pela

assimetria informacional. O autor supõe a existência de quatro tipos de veículos: veículos novos bons, veículos novos ruins, veículos usados bons e veículos usados ruins. Uma de suas premissas é de que existira a possibilidade de um carro novo ser ruim, ser um “limão”, como Akerlof (1970) afirma serem conhecidos os carros ruins nos Estados Unidos. No caso de negociações envolvendo carros usados, a força motriz da venda seria o custo e a qualidade dos mesmos.

O vendedor de carros teria um nível superior de informações que o comprador, que poderia estar pagando o valor de um carro considerado “bom” e estar recebendo um carro “ruim”. Existiria uma relação entre informação e preço e os compradores estariam dispostos a pagar mais por um bem sobre o qual tivessem um maior nível de informações antes de realizar a compra. Ficaria a critério do vendedor, porém, evidenciar determinadas informações a respeito dos veículos ou mesmo ocultar informações que desvalorizassem o negócio. Akerlof (1970) afirma que, por conta dessa informação incompleta, os compradores acabam dispostos a pagar um preço médio pelo carro. O que resultaria em perda ao vendedor quando o valor do carro fosse superior, dada à boa qualidade não evidenciada e ganho quando a qualidade estivesse abaixo da média dos carros que compusessem este mercado. Em síntese, a “existência de assimetria de informação possibilita comportamentos oportunistas”. (MACAGNAN, 2007, p. 38). Arrow (1963) aborda também a existência de barreiras no fluxo de informações e a inexistência de mercados sem riscos. Segundo ele, “coordenação de compra e venda deve ocorrer por meio de expectativas convergentes”. (ARROW, 1963, p. 148).

Portanto, a assimetria informacional é assinalada quando uma das partes envolvidas na transação possui um nível melhor de informação do que a outra. Quando uma das partes (acionistas controladores) é detentora de um número maior de informações, pode ocultar determinadas informações da outra parte (investidor institucional ou acionista minoritário, por exemplo), possibilitando a emergência da problemática de seleção adversa. Esse tipo de situação ocorre antes das partes assinarem um contrato. É factível que o investidor possua uma incerteza quanto ao valor da ação que está disposto a adquirir. Ismail e Rahman (2011) relacionam a falta de confiança nos relatórios financeiros das empresas, que geraria a falta de confiança entre investidores e credores como sendo uma consequência dos escândalos corporativos dos últimos anos. Arrow (1963, p. 144) afirma ainda que “há uma qualidade especial para a incerteza: é muito diferente nos dois lados da transação.”

Outra problemática emergiria após a assinatura de um contrato: o risco moral. Este ocorre porque, após a efetivação de um contrato, a parte contratante não possui o mesmo nível

informacional da parte contratada, que ainda poderia ocultar determinadas informações. (MACAGNAN, 2007). “Ambas as partes estão conscientes dessa desigualdade informacional e sua relação é colorida por este conhecimento”, ressalta Arrow (1963, p. 144). Abordando risco moral, Milgrom e Roberts (1993, p. 198) acreditam que o mesmo seja “uma forma de oportunismo pós-contratual”, que ocorre porque determinados fatos não são fácil e gratuitamente observáveis, podendo assim a pessoa que os realiza agir em benefício próprio às custas de outros. Stadler e Castrillo (1994) ressaltam que, em uma relação, não é possível verificar o comportamento do agente, o que configuraria o modelo de risco moral.

A assimetria informacional é tida também como uma das causas dos custos de agência. “Quando a informação é incompleta, ocorre uma imperfeição, que resulta no benefício de uma das partes envolvidas na transação”. (MACAGNAN, 2007, p. 32). Seguindo o curso do assunto, aborda-se a seguir a teoria de agência, presente e evidenciada na construção de contratos.

2.1.4 Teoria de Agência

A teoria de agência aborda a relação de duas ou mais partes existentes em qualquer contrato. Jensen e Meckling (1976, p. 5) definem a relação de agência como “um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal(s)) envolvem outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, o que envolve delegar alguma autoridade de tomada de decisão ao agente”, representando-o assim na estrutura de gestão de uma empresa. Parte-se do princípio de que toda relação seja baseada em um ou mais contratos. São muitos os tipos e modelos de contratos, mas é certo que eles são a base de qualquer negócio. Os contratos, devido ao seu formato e conteúdo, objetivariam desenhar o comportamento das relações entre as partes envolvidas, reduzindo incertezas e, por consequência, alinhando a gestão da organização.

Qualquer empresa é composta por diversos contratos, afinal existem contratos com funcionários, fornecedores, credores, entre outros contratos existentes no relacionamento das empresas com terceiros. É possível comparar o comportamento de uma empresa ao comportamento do mercado, que é fruto de um processo de complexo equilíbrio. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Uma relação pura de agência pode ser visualizada em contratos que regem a relação existente entre acionistas e gestores. Não é surpresa que a separação entre propriedade e controle na empresa moderna esteja altamente relacionada ao problema

geral de agência. A assimetria informacional, juntamente com as diferentes disposições de assumir riscos (existentes em uma sociedade anônima e em empresas nas quais o proprietário delega determinadas funções a seus gestores) e a emergência de conflitos de interesse, compõe os pressupostos básicos da problemática de agência. São ainda foco da teoria de agência tanto contratos formais como informais, sendo que a delegação de autoridade evidenciaria uma relação pura de agência. (MACAGNAN, 2007).

É comum delegar poder a um agente com a finalidade de maximizar o bem-estar do proprietário. Essa delegação pode ser encontrada em inúmeras empresas e onde existem esforços cooperativos. Se o proprietário de um negócio for também o gestor, ele tomará decisões operacionais objetivando maximizar a utilidade desse negócio e aumentar sua riqueza. Caso ele delegue essa função a um gestor, é possível que se encontre em situação em que o agente coloque seus objetivos pessoais à frente dos objetivos do proprietário. É então que emerge o chamado conflito de agência. (JENSEN; MECKLING, 1976).

Também se encontra o problema de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Além de possuírem informações privilegiadas, acionistas controladores podem introduzir políticas, beneficiando-se assim à custa de acionistas minoritários. La Porta *et al.* (2000, p. 5) afirmam que “um dos principais remédios para problemas de agência é a lei”. Caso os acionistas sintam que possuem seus ativos protegidos, possivelmente aceitariam dividendos mais baixos e altas taxas de reinvestimento. Em decorrência disso, as empresas com altas taxas de crescimento pagariam menos dividendos do que empresas com baixas taxas de crescimento. Essa relação entre o pagamento de dividendos e o crescimento das empresas pode não ser encontrada em empresas cuja proteção legal aos interesses dos acionistas é fraca. (LA PORTA *et al.*, 2000).

As partes existentes em um contrato ou em uma operação podem se empenhar e criar meios de reduzir a problemática de agência. Esse esforço de ambas as partes, porém acarreta em custos: os custos de agência. Estes são presumíveis em qualquer operação que envolva o empenho de duas ou mais pessoas. Isso porque o proprietário ou proprietários do negócio desejam controlar as atividades dos gestores e gerentes. Existem diversas formas de se controlar as atividades dos gerentes, como por exemplo, auditorias, monitoramento de atividades, entre outras formas de controle que se pode vir a criar. Normalmente, esses controles irão gerar custos, porém seria uma forma de controlar as atividades dos gestores para que suas decisões favoreçam os interesses dos proprietários. “A existência e a dimensão dos custos de agência depende da natureza dos custos de

monitoramento”. Esse tipo de custo só não existiria caso os proprietários executassem as atividades de suas empresas. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 34).

É possível também afirmar que o custo de agência normalmente será proporcional ao tamanho da empresa, pois quanto maior a empresa, maiores são os controles e o monitoramento que se deve ter, e, portanto, maior será seu custo. A gravidade dos problemas de agência pode vir a ser diferente em cada país, devido às legislações vigentes, proteção a acionistas minoritários, políticas de dividendos, entre outras características próprias de cada país. (JENSEN; MECKLING, 1976; LA PORTA *et al.*, 2000). A governança corporativa é tida como um importante mitigador dos custos de agência, e devido a isso a mesma será abordada no próximo subcapítulo.

2.1.5 A Governança Corporativa

Tentando minimizar problemas gerados pela assimetria informacional e também os chamados problemas de agência, existem as práticas de governança corporativa. Estas surgem como uma forma de mitigar estes problemas e melhorar o relacionamento entre acionistas e investidores. De certa forma, os mecanismos de governança poderiam acabar influenciando a avaliação da probabilidade de inadimplência das empresas em duas dimensões. O risco de agência pode ser considerado como a primeira dimensão. Em outras palavras, seria o risco de que a gestão agisse em função de seu próprio interesse e se desviasse do objetivo de maximizar o valor da empresa, além do aspecto relacionado à redução do risco do gestor ser incompetente. (BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003; GILLAN; STARKS, 2003; BASSEN, 2005). A segunda dimensão estaria relacionada com a informação de risco. Neste risco, os administradores possuem informações confidenciais que podem afetar negativamente o risco de inadimplência do empréstimo. “Mecanismos de governança podem ajudar a reduzir o risco da informação, induzindo as empresas a divulgarem informações em tempo hábil” (BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003, p. 456).

Em um mercado acionário, para que os investidores comprem títulos de determinada empresa eles precisam acreditar em seu futuro, e identificar garantias de que a empresa trabalhará de forma inteligente e honesta. Tal situação oportuniza a governança corporativa, que se torna importante ferramenta de gestão para investidores. Os investidores, coletivamente, monitoram em cada empresa listada a qualidade da governança, e o preço das ações reflete o consenso desses investidores. (MORCK, 2007). Em uma tomada de decisão de investimento, a análise das práticas de governança corporativa pode servir de auxílio aos

investidores. A própria governança corporativa auxilia a desenhar o papel de investidores e gestores na organização. A forma de atuar, o nível de atuação e a possibilidade de exercer influência sobre o desempenho da organização são alguns dos pontos-chave que o investidor poderia verificar em uma empresa com governança corporativa. (CVM, 2002)

É possível encontrar mais de um conceito para governança corporativa. Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002, p. 1), é “um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Para a BM&FBOVESPA trata-se de “um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visam a assegurar que as decisões sejam tomadas em linha com os objetivos de longo prazo das organizações”. (BM&FBOVESPA, 2011).

A governança corporativa é constituída por aspectos internos, também identificados como aspectos endógenos e externos, chamados de aspectos exógenos da empresa. Os aspectos internos envolvem a criação: do conselho de administração (sua estrutura e comissões), dos sistemas internos de controle, de algum tipo de incentivo gerencial e da definição da estrutura de propriedade da empresa. Toda estrutura e/ou processo que estiver sob o controle dos acionistas pode ser considerada como característica interna. Como aspectos formativos externos, pode-se citar “a influência dos *blockholders*, os analistas financeiros, auditores, reguladores e a concorrência no mercado para controle corporativo”. A relação com investidores institucionais também é considerada características externa. (BROWN; BEEKES; VERHOEVEN, 2011, p. 98). Separando fatores endógenos e exógenos da adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas, pode-se citar a eficiência como sendo um fator endógeno, enquanto a legitimação social é vista como exógena. (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004).

A evolução da governança corporativa em um país seria o resultado de inúmeros eventos e suas devidas respostas políticas. Agora, pressupondo que não existem dois países com o mesmo histórico ou os mesmos sejam iguais, poder-se-ia dizer que a configuração institucional se daria pela “persistência dos sistemas existentes e a divergência entre sistemas”. (YOSHIKAWA; RASHEED, 2009, p. 392). Cada modelo teria pontos fortes e fracos, diferenciando-se entre eles quando a comparação for estabelecida entre países ou ambiente institucional. (YOSHIKAWA; RASHEED, 2009).

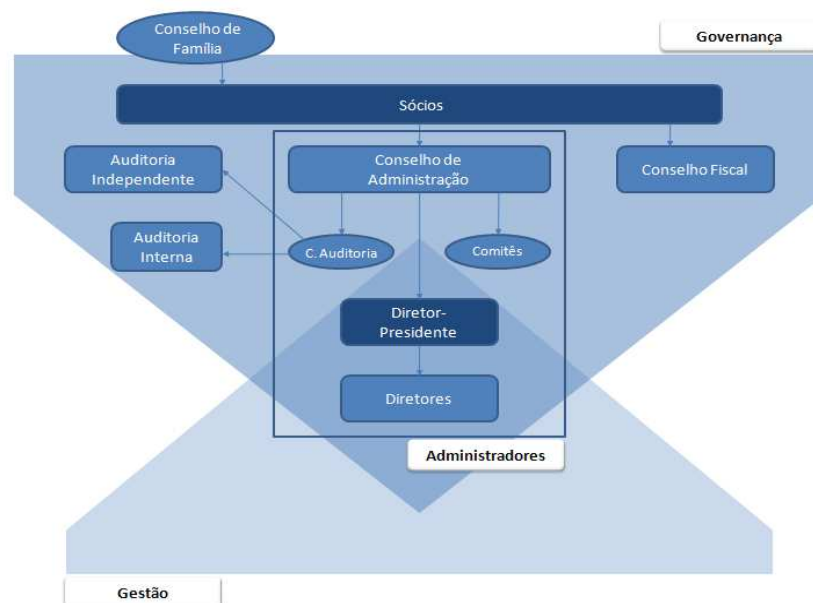
Na Alemanha, por exemplo, houve aumento da internacionalização do mercado de capitais concomitantemente à crescente importância dos investidores institucionais (que ocorre não somente na Alemanha, mas na Europa como um todo), o que ocasionou pressão

nos sistemas nacionais de governança corporativa. Com o objetivo de reduzir custos de monitoramento, justificados pela necessidade de maior controle resultante da assimetria de informações, emergiram leis alemãs diferenciadas e iniciativas de governança corporativa visando estabelecer normas de boa governança. Tais normas serviriam para investidores nacionais e internacionais. “O resultado atual de diferentes iniciativas é o Código de Governança Corporativa Alemão”. É sabido que o mercado de capitais e os investidores institucionais são incentivadores do mesmo. (BASSEN, 2005, p.244)

Com o crescimento do mercado de capitais no Brasil ocorrido na última década, surgiu o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995, que tem como objetivo fomentar as boas práticas de Governança Corporativa. Primeiramente, como Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), sendo de âmbito nacional e não tendo fins lucrativos, para posteriormente ampliar suas atividades e alteração de nome para IBGC. Divulga a Governança Corporativa através de livros, cursos, pesquisas, palestras e *workshops*. Criou o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” que, no início, teve como foco as organizações empresariais e mais tarde passou a interagir também com outros tipos de organizações, como empresas do terceiro setor, cooperativas, fundações, órgãos governamentais, entre outros. (IBGC, 2010).

O IBGC, como forma de orientar as empresas, sugere um local no organograma da empresa para a governança corporativa. A mesma deveria estar em linha com o conselho de família. Tal organograma poderia, inclusive, ser utilizado em qualquer tipo de empresa.

Figura 1 - A governança corporativa nas empresas



Elaboradas pelo IBGC, as boas práticas de governança corporativa seriam, portanto, princípios recomendados de forma que interesses sejam alinhados, preservando e otimizando, dessa forma, o valor da organização além de tornar mais fácil para a mesma o acesso a recursos e a contribuição para sua longevidade. O manual de boas práticas, disponibilizado pelo IBGC em sua página eletrônica, é subdividido em seis capítulos e sugere que os princípios básicos da governança corporativa sejam:

- a) a transparência (*disclosure*): poderia auxiliar na promoção de relação de confiança tanto interna quanto com relação a terceiros. Diz respeito a informações que orientem as ações gerenciais e colaborem para criação de valor;
- b) equidade (*fairness*): adoção de tratamento justo a todos os sócios e partes interessadas;
- c) prestação de contas (*accountability*): prestada por sócios, administradores, conselheiros fiscais e auditores, que assumem todas as conseqüências que seus atos possam ter; e
- d) responsabilidade corporativa: a sustentabilidade da organização deve ser preservada pelos agentes de governança que, objetivando sua longevidade, na definição de negócios incorpora ponderações de ordem social e ambiental (IBGC, 2010).

A adoção às práticas de governança corporativa pode ocorrer devido à pressão do mercado acionário, por causa de regras existentes em determinadas listagens e espontaneamente, entre outros possíveis motivos, tais como a presença de investidores institucionais estrangeiros e deficiências existentes no que tange os interesses de investidores minoritários. Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004) afirmam ainda que existem seis tipos de emissores de códigos de governança corporativa. Seriam eles: o governo, a bolsa de valores, uma associação de diretores, uma associação de gestores, uma associação profissional (caso o emissor sejam profissionais de direito ou de contabilidade, por exemplo) e por uma associação de investidores. (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004).

Em sua página eletrônica publicada na Internet, a BM&FBOVESPA disponibiliza um documento no qual apresenta o modelo de governança corporativa adotado pela mesma. Como forma de incentivar as práticas pelas empresas nela listadas, criou quatro diferentes mercados: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais, conforme detalha o Quadro 1, assim como os requisitos para adesão em cada nível são encontrados nos anexos do presente estudo.

Quadro 1 - Comparativo dos Segmentos de Listagem da BM&FBOVESPA

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA (2011).

Empresas listadas no segmento Bovespa Mais podem ser consideradas empresas com o objetivo de entrar sutilmente no mercado de capitais. Essas companhias procuram manter altos padrões de governança corporativa além da busca por liquidez de suas ações. O segmento possui características similares ao Novo Mercado, que também exige das empresas transparência e elevado padrão de governança corporativa. Companhias listadas no segmento Bovespa Mais são empresas que estão prosperando e aumentando sua liquidez. (BM&FBOVESPA, 2012)

No momento em que listam suas empresas no segmento Bovespa Mais, as mesmas não recebem a exigência de um número mínimo de ações em circulação. Porém, no decorrer dos sete primeiros anos após sua entrada no segmento, as empresas necessitam realizar dez

negociações por mês e estar presente em 25% dos pregões ou possuir, no mínimo, 25% de suas ações em circulação. Tal segmento (Bovespa Mais) é apropriado por companhias que: desejam captar volumes menores de recursos, possuem um objetivo inicial de distribuir suas ações de forma concentrada, aspiram obter um histórico de relacionamento e aumentar sua exposição no mercado visando uma distribuição pública de ações no futuro. (BM&FBOVESPA, 2012)

Para ingressar no segmento Bovespa Mais, a empresa passa pelas seguintes etapas: análise preliminar e parecer adequado da Comissão de Listagem da Bolsa quanto à viabilidade do registro da companhia; análise de aspectos formais relacionados à documentação; e assinatura do Contrato de Participação no BOVESPA MAIS”. (BM&FBOVESPA, 2012)

O Nível 1 da BM&FBOVESPA foi implantado no ano de 2000, juntamente com os segmentos Nível 2 e Novo Mercado. As empresas não são registradas automaticamente em um segmento diferenciado da BM&FBOVESPA. Mesmo que possuam todos os requisitos, é preciso que as mesmas solicitem ingresso em um segmento diferenciado de governança corporativa. É preciso que ela e a BM&FBOVESPA assinem um contrato, tornando dessa forma obrigatório o cumprimento dos requisitos exigidos às empresas listadas no Nível 1 e permitindo a bolsa de valores desempenhar seu papel fiscalizador e, caso se faça necessário, punir os infratores. (BM&FBOVESPA, 2012)

Dos compromissos assumidos pelas companhias listadas no Nível 1, grande parcela destina-se à permitir, através do fornecimento de informações, auxílio aos investidores no momento da avaliação do valor da empresa. Um dos compromissos assumidos pelas companhias é a divulgação, junto às informações trimestrais (ITRs), de informações adicionais de fluxo de caixa, posição acionária, ações em circulação, relatório de auditor independente, entre outras. Também são solicitadas informações adicionais às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e às Informações Anuais (IANs). Outras informações, como eventos corporativos, reuniões anuais de aproximação com investidores, contratos que tenham sido formados com partes relacionadas, entre outras também devem ser publicadas pela empresa. (BM&FBOVESPA, 2012)

As empresas também devem ter, no mínimo, 25% de suas ações em circulação. Tal determinação visa aprimorar a liquidez e a tornar as ações da empresa mais pulverizadas. Procedimentos específicos devem ser adotados no momento em que ocorrerem as distribuições públicas, e os mesmos devem estar descritos no prospecto da distribuição. Tais

prospectos precisam atender os requisitos exigidos pelo regulamento como, por exemplo, a descrição dos negócios e fatores de risco. (BM&FBOVESPA, 2012)

O segmento Nível 2 possui como uma das únicas diferenças com relação ao Novo Mercado a emissão de ações preferenciais. Empresas listadas no Novo Mercado possuem apenas ações ordinárias, enquanto as empresas listadas no Nível 2 possuem ações preferenciais, que, em determinadas matérias, possuam direito a voto. O Nível 2 é direcionado a empresas que já possuem ações negociadas na Bolsa de Valores e que, de certa forma, possuem dificuldades em transformar suas ações preferenciais em ordinárias. (BM&FBOVESPA, 2012)

Os compromissos assumidos, através da divulgação de informações, visam aperfeiçoar o processo de acompanhamento da administração e controladores e também sua fiscalização. Qualquer nível diferenciado deve seguir a premissa básica de um segmento especial, que é a redução do risco através da qualidade das informações divulgadas pelas empresas e direitos societários ampliados, restringindo incertezas ocorridas em processos de avaliação e investimentos. Além do regulamento, as empresas listadas neste segmento adotam a câmara de arbitragem como forma de solucionar ocasionais conflitos societários. (BM&FBOVESPA, 2012)

As regras societárias que regem as empresas listadas no Nível 2 podem ser consideradas como os requisitos mais relevantes deste segmento. As empresas também se tornam obrigadas a divulgar dados adicionais nos relatórios de Informações Trimestrais, nas Demonstrações Financeiras Padronizadas e nas Informações Anuais publicadas. Sob mesmo enfoque das empresas listadas no Nível 1, as empresas precisam ter 25%, no mínimo, de ações em circulação. (BM&FBOVESPA, 2012)

O segmento Novo Mercado é referenciado como possuindo elevado padrão de governança corporativa. Empresas nele listadas podem emitir apenas ações ordinárias, garantindo que todos os acionistas tenham direito a voto. O conselho de administração dessas empresas deve possuir um mínimo de cinco integrantes, sendo desses 20% de conselheiros independentes, além do mandato de no máximo dois anos. (BM&FBOVESPA, 2012)

Os relatórios publicados devem também ser disponibilizados em inglês e mensalmente devem ser divulgadas negociações realizadas por acionistas controladores com valores mobiliários da empresa. O compromisso de um mínimo de 25% de ações em circulação é também um requisito, entre outros. (BM&FBOVESPA, 2012)

As empresas que estão listadas neste segmento possuem participação no IGC, índice no qual empresas com governança corporativa diferenciada possuem ações. Ações nesta

carteira possuem seu valor de mercado multiplicado por um fator de governança. O fator de governança é crescente, de acordo com o segmento de listagem. No caso de empresas listadas no Novo Mercado, esse fator é dois. (BM&FBOVESPA, 2012)

Além dos níveis diferenciados, a BM&FBOVESPA possui dois índices específicos sobre Governança Corporativa. São eles: o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e o Índice de Governança Corporativa Trade (IGCT). O IGC mede o desempenho de empresas listadas nos níveis 1 ou 2 ou ainda empresas listadas no Novo Mercado. Para constar no IGCT, a empresa precisa estar listada no IGC e ter critérios específicos de liquidez. Ambos os regulamentos encontram-se disponíveis na página eletrônica da BM&FBOVESPA.

Em junho de 2002, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou uma cartilha de recomendações sobre Governança Corporativa na qual afirmou que a adoção de práticas de Governança Corporativa pode auxiliar nas decisões de investimento dos investidores. Segundo a CVM (2002), “O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização”. Nesta cartilha são relacionadas às principais práticas de governança corporativa no que diz respeito a: (i) transparência de assembleias, acionistas e grupo de controle, (ii) estrutura e responsabilidade do conselho de administração, (iii) proteção a acionistas minoritários e (iv) auditoria e demonstrações financeiras (CVM, 2002). A CVM possui algumas instruções com relação aos investidores institucionais, como por exemplo, a instrução nº 377 de outubro de 2002, que complementa a regulamentação até então vigente com dispositivos sobre o voto dos fundos de investimento.

Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004) acreditam que os códigos de governança corporativa sejam emitidos com a finalidade de compensar deficiências no sistema de proteção a acionistas de um país. Seus estudos também mostram que, possivelmente por razões de eficiência, países com sistemas de forte proteção legal a acionistas são mais ativos no desenvolvimento de códigos de governança corporativa.

Embora os códigos de governança corporativa possam ter diferenças entre os países, existem dois objetivos que todo código possui: “a melhoria da qualidade da governança dos conselhos de administração e o aumento da responsabilização aos acionistas, maximizando o valor do acionista ou das partes interessadas”. (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004, p. 420). Os códigos de governança teriam a finalidade de melhorar a governança das empresas, para que os acionistas tenham seus direitos protegidos. (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA,

2004). Para serem eficazes, seria importante que os códigos de governança fossem flexíveis. (DESENDER, 2010).

Como visto, a governança corporativa poderia auxiliar organizações e investidores a alinhar seus objetivos. Sendo foco do presente estudo especificamente os investidores institucionais e suas decisões de investimento, este assunto será abordado a seguir.

2.1.6 Decisões de Investimento e Investidores Institucionais

A realidade de investimentos, nos diversos mercados, varia segundo o país em que se encontra inserida. Demsetz, North, La Porta *et. al.*, em seus estudos, procuram abordar a evolução do desenvolvimento econômico. North (2004, p. 3) reconhecendo as instituições como fundamentais para a análise econômica de um país, destaca que as mesmas existem, pois “reduzem a incerteza fornecendo uma estrutura para a vida cotidiana”. Podem ser vistas também como um guia para a interação entre as pessoas, como por exemplo, a forma de dirigirmos um automóvel, de que modo agir quando cumprimentamos amigos, como formar uma empresa, entre outros. Elas apresentam duas faces: a primeira seria a forma de um grande indivíduo; agindo, escolhendo e tomando decisões como tal. A outra face decorre do fato de que a instituição é cercada e formada por indivíduos. Ambas as faces merecem atenção, visto que a primeira é mais familiar e a segunda, mais fundamental. (ELSTER, 1994; NORTH, 2004). Já Demsetz (1967) aborda a questão dos direitos de propriedade e o fato dos mesmos excluírem outras pessoas de exercerem os mesmos. La Porta *et al.* (2000) pesquisam os sistemas jurídicos dos países e sua possível influência no desenvolvimento dos mercados econômicos.

As instituições se ocupariam em prever direitos para os investidores, como: o direito a voto e outros, regulamentados por meios legais, e estimular a disposição dos mesmos a financiar a empresa. O contrário acontece quando os investidores que não exercem a gestão da empresa não são protegidos pelo sistema jurídico. O enfoque jurídico dado à governança corporativa provocou uma série de questionamentos na área de finanças, como por exemplo, a atuação dos *insiders* e o emprego de familiares em projetos que gerem desperdício, visando o seu lucro pessoal. (LA PORTA *et al.*, 2002). Gillan e Starks (2003) afirmam que investidores ativistas costumam dedicar-se a empresas que apresentem desempenho baixo, a fim de pressionar os gestores a melhorar o desempenho das mesmas, oportunizando um acréscimo de valor as ações e, conseqüentemente ganhos ao acionista.

O conceito de investimento é utilizado por diversos autores com amplitude e sentido diversos, indicando certa complexidade. Pode ser considerado um dos conceitos econômicos mais difíceis de delimitar. Investimento, para Suárez (2003, p. 39), significa “formação ou aumento líquido de capital”. Neste sentido, o conceito de investimento estaria relacionado com o conceito de capital. O capital, por sua vez, pode ter seu conceito dividido em diversas áreas de conhecimento. Considerando o enfoque financeiro, o capital seria o dinheiro cujo proprietário não utilizou e investiu no mercado financeiro com o objetivo de obter posterior renda. Já no sentido econômico, capital seriam bens utilizados para gerar outros bens. (SUÁREZ, 2003).

Ainda, Bhojraj e Sengupta (2003, p. 455 e 459) ressaltam as grandes mudanças que podem surgir na alocação de capital, vindas de “pequenas alterações nos rendimentos da dívida”. Em seu estudo, os autores encontraram resultados indicando que empresas cuja participação institucional é maior desfrutam de “classificações mais elevadas e rendimentos mais baixos”. Com uma propriedade institucional concentrada, porém, as empresas acabam por enfrentar “classificações mais baixas e rendimentos mais elevados”.

Ao financiar empresas, os investidores normalmente obtêm certos direitos e inclusive poderes (atribuídos por instituições que se manifestam através de leis e regulamentos). O acesso às informações contábeis caracteriza-se como um desses direitos. (LA PORTA *et al.*, 2002). É preciso considerar que bens e serviços podem ser vendidos honesta ou desonestamente. O que gera um problema para o comprador no momento de identificar a respectiva qualidade do mesmo. Akerlof (1970, p. 495) afirma que a “presença de pessoas no mercado que estão dispostas a oferecer bens inferiores tende a conduzir o mercado para fora da existência”. A presença de negócios desonestos em meio a um mercado no qual, compradores potenciais desejam produtos de qualidade “tende a expulsar o negócio legítimo”. “O custo de desonestidade, portanto, não reside apenas no valor pelo qual o comprador é enganado, o custo também deve incluir a perda incorrida de conduzir negócios legítimos de existência.”. (AKERLOF, 1970, p. 495).

Os investidores institucionais, foco do presente estudo, possuem como principais características: a disponibilidade de recursos para investir e diversificação sua carteira de ativos. Essa é utilizada com o objetivo de redução do risco sobre o investimento em determinados ativos. Em decorrência de seu poder de compra no mercado de capitais, acredita-se que os investidores institucionais poderiam estabelecer alto potencial de impacto sobre a criação da governança corporativa e decisões de gestão de empresas listadas nos mercados de capitais. Não está clara, sobretudo, a correlação entre a vontade de pagar prêmios

e o comportamento dos investidores institucionais. “Em geral, investidores institucionais podem utilizar a governança corporativa pré ou pós-investimento”. (GILLAN; STARKS, 2003; BASSEN, 2005, p. 247).

Investidores institucionais poderiam ser identificados como “organizações que participam ativamente do mercado de capitais, investindo um grande volume de recursos, normalmente a longo prazo”. (PINTO, 1984, p. 1). Na década de 1980 se estabeleceu a criação de medidas incentivadoras de investidores institucionais, fruto da crescente importância dos mesmos. (PINTO, 1984).

Em termos práticos, ficaria complicado alinhar os objetivos dos investidores institucionais com a regulamentação sobre os mesmos. A formação de uma carteira por investidores institucionais estaria sujeita inicialmente a dois tipos de regulamentações:

- a) regulamentação que estabeleceria, para diversos tipos de ativos da carteira de investimento, pisos e tetos para sua participação; e
- b) regulamentação estabelecendo, em termos de concentração de ativos, os limites máximos para uma mesma empresa.

O regulador, por sua vez, possui preocupações com relação à concentração de ativos em uma determinada empresa. Seus argumentos para a existência de limites máximos estão embasadas em duas principais preocupações:

- a) “diversificação da maior parte dos riscos que podem ser diversificados no mercado (risco não-sistemático);
- b) possível concentração de poder sobre as companhias cujos títulos sejam detidos por grandes investidores institucionais.” Pinto (1984, p.31).

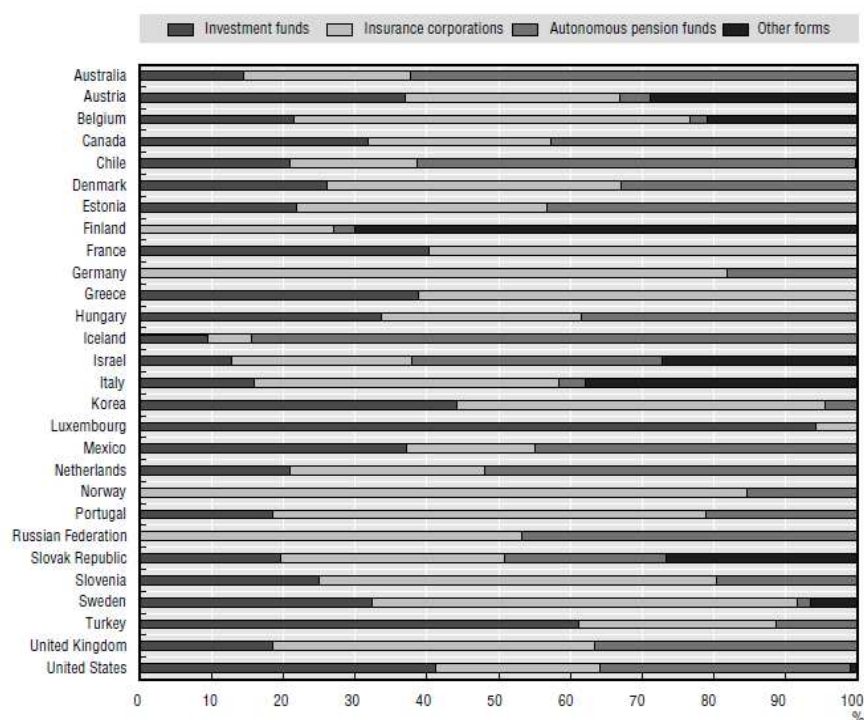
Para complementar, Pinto (1984) ressalta em seu estudo que a regulamentação que rege as carteiras de previdência privada mostrou-se com características mais flexíveis do que as demais.

Thompson-Flôres (2004, p. 14) afirma que “o papel dos investidores institucionais é de extrema importância: na condição de acionistas relevantes são capazes de se contrapor ao poder dos acionistas controladores e criar mecanismo de pesos e contrapesos no processo decisório das empresas”. Eles podem ser considerados peças importantes no desenvolvimento de mercados de capitais, uma vez que os mesmos possuem determinada capacidade de fiscalização e inferência nas empresas, fruto do grande volume de recursos por eles administrados. Em determinadas situações, os investidores institucionais poderiam, por fazer parte de blocos de controle de empresas, ser reconhecidos como controladores.

Analisando o contexto internacional, mais especificamente na Europa, onde se estabeleceu um processo de internacionalização do mercado de capitais, teve como consequência o aumento da importância dos investidores institucionais. (BASSEN, 2005, p. 244, 246). Para Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004, p. 430), o processo de ativismo dos investidores institucionais “começou nos EUA no início de 1980 durante as guerras de aquisição e se espalhou rapidamente na maioria dos países capitalistas avançados”. A fim de atender às expectativas de investidores institucionais, empresas que lançam títulos em mercados internacionais acabam ajustando suas práticas de governança corporativa. Tanto o ativismo dos investidores institucionais quanto sua opção por investir em empresas com governança corporativa são temas que ganharam destaque ao longo dos últimos anos. O que ocorre, porém, é a escassez e limitação dos estudos empíricos a esse respeito. (GILLAN; STARKS, 2003; CHUNG; ZHANG, 2011).

Em 2011, a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) publicou um estudo sobre o papel dos investidores institucionais na promoção da boa governança corporativa. Esta publicação contou com dados de países como Austrália, Chile e Alemanha e diversas estatísticas de participação dos investidores institucionais em vários países.

Quadro 2 - Composição dos ativos detidos por gestores institucionais em 2009.



Fonte: OECD (2011, p.28).

Também, a página eletrônica da OECD possibilita visualizar estatísticas. Uma das informações publicadas pela OECD foi a participação dos ativos financeiros detidos por gestores de ativos institucionais em 2009 (Quadro 2), na qual apresenta a predominância de investidores institucionais classificados como fundos de investimento, companhias de seguro e fundos de pensão autônomos.

A OECD publica uma tabela contendo informações de ativos detidos por investidores institucionais de países que não estão sob sua jurisdição, como o Brasil. É possível visualizar nessa tabela resultados negativos para fundos mútuos no ano de 2008. Tal resultado pode ter sido provocado pela crise mundial, ocorrida no mesmo ano. O volume de ativos detidos por fundos mútuos, no entanto, não somente retoma os valores de 2007 como registra um aumento no ano de 2009.

O fundos de pensão, por outro lado, possuem volumes de ativos mais constantes, quase permanecendo inalterados nos anos de 2007 a 2009. Não são disponibilizadas muitas informações quanto a companhias de seguro.

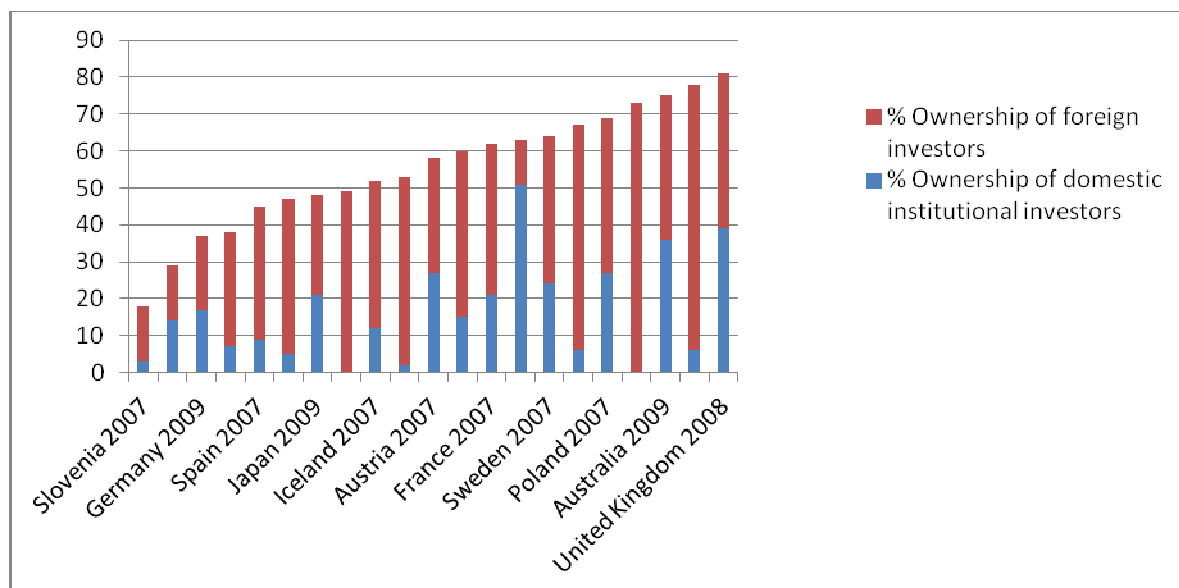
Tabela 2 - Ativos detidos por investidores institucionais

Million USD	Mutual Funds				Pension				Insurance			
	2007	2008	2009	Source	2007	2008	2009	Source	2007	2008	2009	Source
Argentina	6 789	3 867	4 470	ICI	30 000	30 000	30 000	IFSL/TCUK				
Brazil	615 365	479 321	783 970	ICI	288 000	288 000	288 000	IFSL/TCUK				
China	434 063	276 303	381 207	ICI			342 158	OECD ART			728 417	OECD ART
Hong Kong	818 421	n.a.	n.a.	ICI	65 000	60 000	68 000	IFSL/TCUK				
India	108 582	62 805	130 284	ICI2	62 000	62 000	62 000	IFSL/TCUK				
Indonesia	9 788	6 764	12 019	B-LK	20 676	19 036	29 834	B-LK	9 014	7 597	11 126	B-LK
Singapore					91 000	91 000	91 000	IFSL/TCUK	100 654	89 923	106 145	MAS
Saudi Arabia	28 024	19 949	23 881	CMA	13 279	7 386	10 346	PA				
South Africa	95 221	69 417	106 261	ICI	150 000	150 000	150 000	IFSL/TCUK				

Fonte: OECD (2011, p.29).

Ainda, a organização fornece um quadro demonstrando percentual de investidores institucionais nacionais e internacionais que compõe a propriedade institucional de diversos países. O estudo foi publicado em 2011, mas os dados são de 2007, 2008 e 2009. Tais informações são melhor visualizadas no quadro 3.

Quadro 3 – Propriedade detida por investidores institucionais nacionais e estrangeiros



Fonte: OECD (2011, p.30).

Em nível nacional, a CVM possui a Superintendência de Relação com Investidores Institucionais (SIN), a quem compete coordenar e supervisionar, além de fiscalizar investidores institucionais no desempenho de suas atividades. Em sua página eletrônica publicada na Internet a CVM disponibiliza os ofícios destinados aos investidores institucionais.

Abordada a teoria que fornece embasamento ao presente estudo, é apresentada a seguir a revisão de literatura empírica e a formulação de hipóteses.

2.2 Revisão de literatura empírica e formulação das hipóteses

Este capítulo é composto pela revisão de estudos realizados nos últimos anos sobre governança corporativa, investidores institucionais e decisões de investimento. Também fazem parte do capítulo as hipóteses formuladas para o presente estudo.

A pesquisa sobre o tema foi realizada em bases de dados nacionais e internacionais, tendo como foco principal artigos de periódicos e teses dos anos de 2002 a 2012. A pesquisa sobre o tema foi desenvolvida nas seguintes bases de dados: *Academic Search Complete*, *Academic Search Premier*, *Business Source Complete*, *Regional BusinessNews*, *Academic Search Elite*, disponibilizadas pela biblioteca da UNISINOS. Também, a pesquisa sobre o tema foi realizada em 25 *journals*, a saber: *Accounting*, *Organizations and Society*, *Applied Economics*, *Accounting*, *Auditing & Accountability Journal*, *Accounting & Business*

Research, British Accounting Review, Journal of International Business Studies, Journal of Business, Journal of Finance, Journal of International Financial Management & Accounting, Journal of Accounting and Economics, Journal of Accounting and Public Policy, Journal of Business Finance & Accounting, Journal of Accounting Research, Journal of Financial Services Research, European Accounting Review, Revista Española de Financiación y Contabilidad, Abacus, Review of Quantitative Finance and Accounting, Accounting Review, International Journal of Accounting, International Money Marketing, Accountancy: International Edition, Accountancy, Family Business Review e Journal of Small Business Management. A extensa pesquisa resultou na identificação de 67 publicações. Destas, 59 são artigos com divulgação em periódicos internacionais. Considerando o resultado da revisão da literatura empírica de estudos sobre este tema, na sequência apresentam-se os que mais se aproximam deste estudo.

Os estudos de Wahab, How e Verhoeven (2008) e de Chung e Zhang (2011) evidenciaram uma relação positiva entre investidores institucionais e governança corporativa. O que indicaria que a propriedade institucional poderia ser influenciada pela governança corporativa. Outro estudo existente, de Ismail e Rahman (2011), aponta uma relação entre investidores institucionais e o conselho de administração, e sua influência na evidenciação de informações relativas ao gerenciamento de risco.

Bobillo, Alonso e Gaité (2002) utilizaram dados da Alemanha, França, Itália, Estados Unidos, Japão e Espanha para estudarem a existência de relação entre a estrutura de propriedade com investimentos e financiamentos, em diferentes formas de governança corporativa. O resultado aponta para efeitos negativos da dispersão de propriedade em empresas espanholas e americanas. Pindado e de La Torre (2006) analisaram fatores determinantes de estrutura de propriedade e concentraram-se em dividendos, decisões de financiamento e investimento. Os mesmos identificaram que, em vista a dividendos mais altos, investidores são encorajados a aumentarem suas participações nas empresas, além do fato do aumento de dívida limitar os investimentos, a fim de reduzir riscos por parte dos investidores. A importância e as implicações de preços sofridas no mercado de ações, provocadas pelo estilo de investimento dos investidores institucionais foi o tema explorado por Froot e Teo (2008).

Abordando investimentos em geral, Hasan e Kadapakkam (2008) investigaram se a qualidade da governança corporativa pode impactar nas decisões de investimento, focando as microempresas. Mizuno (2010) analisou, além da relação entre a participação de investidores institucionais e o desempenho das empresas, a relação entre os mesmos e a governança

corporativa. O autor não encontrou, porém, diferença estatisticamente significativa entre o valor da empresa e a participação de investidores institucionais. Já Haan e Kakes (2011) analisaram três tipos específicos de investidores institucionais e suas estratégias de investimento.

Em nível nacional, foram encontradas duas teses, três dissertações e três artigos. Ambas as teses foram defendidas no ano de 2004, sendo que uma desenvolveu uma análise-qualitativa (THOMPSON-FLÔRES, 2004) e a outra um estudo empírico sobre fatores endógenos e exógenos da governança corporativa (SILVEIRA, 2004). Anterior às duas teses, Okimura (2003) procurou analisar em sua dissertação relação entre valor e desempenho de empresas não financeiras e sua estrutura de propriedade e controle. Já em 2004, Rotta examina em que nível a governança corporativa é importante em decisões de investimento. Oliveira (2005) afirma em sua dissertação que não encontrou resultados estatisticamente significativos, apesar de ter encontrado correlação positiva entre o índice de qualidade da governança corporativa e a participação acionária de um investidor institucional objeto de seu estudo, o PREVI.

Um dos artigos, escrito por Punsuvo, Kayo e Barros (2007) utilizou variáveis da tese de Silveira (2004) e acrescentou outras variáveis. O estudo exibiu resultados que sugerem uma relação negativa entre o ativismo dos fundos de pensão e índices de governança corporativa. Silveira (2004) encontrou resultados indicando que a qualidade da governança corporativa não possui influência significativa no desempenho das empresas brasileiras. Malacrida e Yamamoto (2006) analisaram a governança corporativa ligada à evidenciação e à possível redução na volatilidade de ações. A mais recente publicação nacional encontrada foi um artigo apresentado no Congresso ANPCONT de 2012 que tratou de participação acionária de investidores institucionais nas maiores empresas e sua relação com a adoção das práticas de governança corporativa. A pesquisa foi descritiva, com análise documental, tendo como base o ano de 2009 e foi realizada por Moura, Macêdo e Hein.

O que chama atenção é que, mesmo tendo realizado a pesquisa com três enfoques (governança corporativa e investidores institucionais, governança corporativa e decisões de investimento e investidores institucionais e decisões de investimento) e em um período de 11 anos, foram encontrados poucos estudos publicados, uma média entre 5 e 6 estudos publicados por ano. Com revisão da literatura empírica sobre o tema identificou-se resultados distintos quando a amostra era composta por países diferentes.

Esta dissertação tomou como base o estudo realizado por Kee H. Chung e Hao Zhang (2011), publicado pelo *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Com base neste estudo, configuraram-se as hipóteses desta dissertação.

Considerando a Teoria de Agencia, as empresas listadas no mercado de capitais brasileiro estariam interessadas em estabelecer um sistema de gestão privilegiando um determinado nível de governança corporativa com vistas a facilitar os investimentos realizados por investidores institucionais. Neste sentido, propõe-se a seguinte hipótese:

H1: Existe uma relação entre níveis diferenciados de governança corporativa e a decisão de investimento dos investidores institucionais em empresas listadas no mercado de capitais do Brasil.

Ainda, quanto maior for o nível de governança corporativa maior será a propriedade do investidor institucional daquela organização empresarial. O que leva a propor a seguinte hipótese:

H2: Existe uma relação positiva entre níveis diferenciados de governança corporativa e a decisão de investimento dos investidores institucionais em empresas listadas no mercado de capitais do Brasil.

Este capítulo apresentou a revisão de literatura teórica e empírica sobre a governança corporativa e os investidores institucionais. As hipóteses foram desenvolvidas com base nas revisões de literatura realizadas e no estudo base escolhido para a extração do modelo econométrico. No próximo capítulo apresenta-se a metodologia de pesquisa utilizada para este estudo.

3 METODOLOGIA

Este capítulo divide-se em duas partes. A primeira aborda o modelo de regressão utilizado e suas variáveis dependente, explicativas e de controle. A segunda parte aborda a população e amostra, as fontes de dados e a coleta de evidências.

3.1 Modelo de Regressão

Como esta dissertação teve como base o estudo de Chung e Zhang (2011), na seqüência é apresentado o modelo utilizado pelos referidos autores, assim como a descrição das variáveis utilizadas:

$$\text{INST_OWNERSHIP}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GOV_SCORE}_{i,t} + \beta_2 \text{Log(MVE}_{i,t}) + \beta_3 \text{VOLATILITY}_{i,t} + \beta_4 \text{TURNOVER}_{i,t} + \beta_5 \text{Log(PRICE}_{i,t}) + \beta_6 \text{RETURN}_{i,t} + \beta_7 \text{BASPREAD}_{i,t} + \beta_8 \text{FIRM_AGE}_{i,t} + \beta_9 \text{TOBIN'S Q}_{i,t} + \beta_{10} \text{TANGIBILITY}_{i,t} + \beta_{11} \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_{12} \text{D_YIELD}_{i,t} + \beta_{13} \text{ROA}_{i,t} + \beta_{14} \text{S\&P500}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \text{ onde:}$$

Quadro 4 - Descrição das variáveis do estudo de Chung e Zhang (2011):

	Variável	Descrição da variável
Variável dependente	INST_OWNSHI $P_{i,t}$	Relação percentual entre número de ações dos investidores institucionais e o número total de ações em circulação.
Variáveis explicativas	GOV_SCORE1 $_{i,t}$	valor máximo de 50 e mínimo de 0, sendo que para calcular o índice de governança foi atribuído um ponto para cada cláusula de governança que atende o padrão mínimo previsto no <i>Institutional Shareholder Services</i> (ISS), base de dados americana de governança corporativa.
	GOV_SCORE2 $_{i,t}$	foram utilizados 36 dos 50 padrões de governança que estão incluídos na base ISS no período da pesquisa, 2001 a 2006.
Variáveis de controle	MVE $_{i,t}$	Preço das ações
	VOLATILITY $_{i,t}$	desvio padrão da média dos retornos diários
	TURNOVER $_{i,t}$	taxa média do volume mensal de ações em circulação
	PRICE $_{i,t}$	preço médio das ações no ano
	RETURN $_{i,t}$	retorno anual composto das ações
	BASPREAD $_{i,t}$	aumento da oferta média <i>bid-ask</i>
	FIRM_AGE $_{i,t}$	número de anos desde a primeira aparição da empresa no banco de dados CRSP
	LEVERAGE $_{i,t}$	razão entre o total da dívida contábil e o valor total dos ativos
	D_YIELD $_{i,t}$	rendimento anual dos dividendos
	ROA $_{i,t}$	razão entre o lucro líquido com o valor contábil dos ativos totais
	TOBIN'S Q $_{i,t}$	taxa "q" Tobin's
	TANGIBILITY $_{i,t}$	razão de ativos tangíveis

Fonte: Chung e Zhang (2011).

Com base neste modelo, construiu-se o modelo para esta dissertação que é apresentado na seqüência. Embora o modelo tenha sido o mesmo de Chung e Zhang (2011), a construção das variáveis seguiu os seguintes passos:

1º. Construção da variável dependente. Foi realizada outra revisão de literatura com o objetivo de identificar formas de construção da variável: propriedade institucional. Isso oportunizou a identificação de seis publicações, conforme apresentado no quadro 5.

Quadro 5 - Construção da variável PROP_INST

	Autores	Ano do estudo	Variável	Definição da Variável
1	Wahab; How; Verhoven	2008	Propriedade Institucional	Porcentagem total composta pelos 5 maiores investidores institucionais.
2	Hsu; Koh	2005	Propriedade Institucional	Aproximadamente o número total de ações detidas por investidores institucionais, dividido pelo número total de ações em circulação.
3	Bhojraj; Sengupta	2003	Propriedade Institucional	Percentual de ações ordinárias da companhia detidas por instituições.
4	Moura; Macêdo; Hein	2012	Índice de Investidores Institucionais	Percentual de ações investidores institucionais com relação ao total de ações da companhia.
5	Gürbüz; Aybars; Kutlu	2010	Propriedade Institucional	Razão entre o número de ações detidas por investidores institucionais para o número de ações em circulação.
6	Chung; Zhang	2011	Propriedade Institucional	Relação entre número de ações dos investidores institucionais e o número total de ações.

Fonte: Elaborado pela autora.

O quadro 5 apresenta as principais maneiras de mensurar a participação de investidores institucionais nas organizações. Considerando os referidos estudos, não se identificou outra forma significativamente diferente de medição da variável utilizada no estudo de Chung e Zhang (2011). Assim, a variável dependente é resultado da análise da relação entre o número de ações detidas por investidores institucionais e o número total de ações da empresa, ordinárias e preferenciais.

2º. Classificação dos investidores. A categorização dos investidores, entre institucionais e demais, foi embasada na classificação obtida junto ao site da BM&FBOVESPA, como segue:

- a) fundos de pensão e entidades de previdência privada;
- b) montepios;

- c) fundações de seguridade social;
- d) fundos de investimentos;
- e) companhias de seguros e capitalização;
- f) companhias de investimentos. (BM&FBOVESPA, 2012).

Ainda, a BM&FBOVESPA (2012) ressalta que uma parcela, não sabendo exatamente quanto, das companhias de seguros seria mais bem classificada como investidores profissionais do que institucionais, uma vez que o lucro ou prejuízo obtido nesse tipo de operações dificilmente poderia ser repassada aos clientes. Devido a esse fator, o presente estudo não qualificou companhias de seguros e capitalizações como sendo investidor institucional.

3°. Construção das variáveis explicativas. O processo de construção das variáveis explicativas ocorreu devido ao fato de que as variáveis explicativas do modelo proposto por Chung e Zhang (2011), $GOV_SCORE1_{i,t}$ e $GOV_SCORE2_{i,t}$, terem sido construídas com informações coletadas em uma base de dados americana, o *Institutional Shareholder Services* (ISS). Em função disso, foram acrescentadas variáveis *dummy*, pelo fato de cada nível diferenciado de governança corporativa possuir diferentes requisitos e recomendações.

4°. Coleta de dados. O processo de coleta dos dados referentes aos investidores institucionais consistiu na análise das IAN's e/ou do Formulário de Referência, ambos disponíveis na página eletrônica da BM&FBOVESPA. Dados referentes às variáveis dicotômicas foram extraídos da página eletrônica da BM&FBOVESPA. E os dados que compuseram as variáveis de controle foram retirados do programa Economática®, disponibilizado pela UNISINOS.

5°. Em posse dos dados, observou-se a necessidade de desenvolver uma análise mais robusta e ficou então definido que seriam utilizadas duas formas de regressão. Regressão com dados balanceados e regressão com dados não balanceados. Além disso, também foi considerado importante analisar os dados em períodos diferentes. Um período seria composto de informações de dez anos e outro período seria composto de informações de quatro anos, sendo os mesmos anteriores à crise. Foram utilizados os anos de 2004 a 2007 com o objetivo de procurar analisar informações que não tenham sofrido influência da crise mundial que ocorreu em 2008 e teve reflexos também em 2009.

As regressões econométricas com dados balanceados permitem ao pesquisador realizar a análise das mesmas empresas em um período estipulado. Isso significa que, uma regressão de um período de dez anos, possui em cada ano os dados relativos as mesmas empresas. Esse

tipo de análise evidencia a evolução de um grupo de empresas pertencentes a um determinado mercado de capitais. Já as regressões econométricas com dados não balanceados permitem ao pesquisador realizar a análise do mercado levando em consideração desde empresas que permanecerem nele (ou tiveram dados disponíveis) em todo o período até empresas com dados de apenas parte do período. Utilizando como exemplo também o período de dez anos, é possível que existam empresas com dados disponíveis ou até mesmo empresas que somente estiveram listadas em três, quatro ou apenas um ano, assim como é possível que existam empresas com dados disponíveis para os dez anos analisados.

A presente pesquisa foi desenvolvida em duas partes, com vistas a atender os objetivos específicos. A primeira parte identificou e analisou a propriedade institucional nas empresas listadas no mercado de capitais brasileiro. Ainda, focando o segundo objetivo específico, foram analisados os resultados das regressões econométricas, examinando as variáveis significantes e realizando análises descritivas dos dados coletados.

O modelo a ser utilizado no presente estudo e suas possíveis variações a serem utilizadas estão fundamentados na premissa de responder as hipóteses apresentadas anteriormente. Como modelo inicial, apresentamos a seguinte regressão:

$$\begin{aligned} \text{PROP_INST}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{IND_GC1}_{i,t} + \beta_2 \text{IND_GC2}_{i,t} + \beta_3 \text{IND_GCNM}_{i,t} + \beta_4 \\ & \text{IND_GCBM}_{i,t} + \beta_5 \text{IND_TRAD}_{i,t} + \beta_6 \text{VMA}_{i,t} + \beta_7 \text{VOLAT}_{i,t} + \beta_8 \text{VOL_NEG}_{i,t} + \beta_9 \text{PREÇO}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{RET}_{i,t} + \beta_{11} \text{VLR_SPREAD}_{i,t} + \beta_{12} \text{ANOS_NDGC}_{i,t} + \beta_{13} \text{DIV_ATV}_{i,t} + \beta_{14} \text{DIVID}_{i,t} + \\ & \beta_{15} \text{ROA}_{i,t} + \beta_{16} \text{Q_TOBIN}_{i,t} + \beta_{17} \text{TANGIB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Apesar de ter a ciência de que se trata de mercados distintos, acredita-se que a relação existente para cada variável seja a mesma do estudo americano. O quadro a seguir é composto pelas variáveis de Chung a Zhang (2011) e suas respectivas relações. Relações, portanto, esperadas para os resultados econométricos do presente estudo.

A relação esperada para as variáveis referentes aos níveis diferenciados de governança corporativa foi baseada na relação obtida pelo estudo americano para as variáveis representativas dos *scores* de governança corporativa do mesmo. Tais relações foram extraídas do modelo econométrico do estudo de Chung a Zhang (2011).

Quadro 6 – Relações esperadas para os modelos econométricos propostos

Variáveis	Relação
GOV_SCORE1 _{i,t}	+
GOV_SCORE2 _{i,t}	+
NÍVEL 1	+
NÍVEL 2	+
NM	+
VMA	+
VOLAT	-
VOL_NEG	+
log(PREÇO)	+
RET	-
VLR_SPREAD	-
ANOS_NDGC	+
DIV_ATV	+
DIVID	-
ROA	+
Q_TOBIN	-
TANGIB	+
CONSTANTE	

Fonte: Elaborado pela autora.

Na seqüência, apresentam-se as variáveis a serem utilizadas para que uma possível relação entre a existência de governança corporativa nas empresas e as decisões de investimento dos investidores institucionais seja verificada. Em outras palavras, para que se examine se a governança corporativa realmente exerce alguma influência sobre as decisões de investimento dos investidores institucionais.

3.1.1 Variável a Explicar (Dependente)

A variável dependente: PROP_INST_{i,t}, representativa da participação acionária das organizações institucionais foi construída a partir do cálculo do número de ações detidas por investidores institucionais dividido pelo número total de ações da empresa. Sua construção foi previamente explicada.

Quando houve dúvida quanto à natureza do investidor, foram realizadas pesquisas adicionais, seja no site da própria empresa, no site da CVM ou até mesmo em sites de busca. Caso a dúvida não tenha sido sanada e não tenha ficado clara a classificação do investidor, o mesmo não foi considerado como investidor institucional.

3.1.2 Variáveis Explicativas

As variáveis explicativas do modelo proposto por Chung e Zhang (2011) não são passíveis de utilização no mercado acionário brasileiro, visto que são provenientes de um índice de governança corporativa construído pelos autores com base no glossário *ISS Corporate Governance: Best Practices User Guide and Glossary (2003)* cujas informações são retiradas do ISS (*Institutional Shareholder Services*).

Assim, as variáveis explicativas do presente estudo foram construídas tendo em vista as diferenças existentes em cada segmento especial da BM&FBOVESPA. Optou-se por utilizar uma variável para cada nível diferenciado na expectativa de evidenciar possíveis diferenças entre cada investidor, uma vez que é possível um investidor achar atrativas empresas listadas no Novo Mercado, mas não no Nível 2, por exemplo. As variáveis dicotômicas relacionadas a cada um dos mercados diferenciados da BM&FBOVESPA, e que compõe o modelo econométrico utilizado são:

- a) IND_GC1_{i,t} para as empresas listadas no Nível 1 da BM&F BOVESPA;
- b) IND_GC2_{i,t} para as empresas listadas no Nível 2 da BM&F BOVESPA;
- c) IND_GCNM_{i,t} para as empresas listadas no Novo Mercado da BM&F BOVESPA;
- d) IND_GCBM_{i,t} para empresas listadas no Bovespa Mais da BM&F BOVESPA; e
- e) IND_TRAD_{i,t} para empresas listadas no mercado tradicional da BM&F BOVESPA.

Cada uma das cinco variáveis é, na verdade, uma variável binária nas quais:

Tabela 3 - *Dummies* utilizadas no modelo ecométrico

Segmento de Listagem	Abreviação da Variável	Valor utilizado caso a empresa se encontre neste segmento de listagem	Valor utilizado caso a empresa não se encontre neste segmento de listagem
Nível 1	IND_GC1 _{i,t}	1	0
Nível 2	IND_GC2 _{i,t}	1	0
Novo Mercado	IND_GCNM _{i,t}	1	0
Bovespa Mais	IND_GCBM _{i,t}	1	0
Mercado Tradicional	IND_TRAD _{i,t}	1	0

Fonte: Elaborado pela autora.

As listagens, contendo as empresas listadas em cada nível diferenciado de governança corporativa da BM&FBOVESPA foram retiradas da página eletrônica publicada na internet da bolsa de valores, em uma seção dedicada à governança corporativa. Nesta seção é possível

verificar o ano em que a empresa fez a opção, contendo uma relação anual de empresas que entraram em um nível diferenciado no referido ano. A relação de obrigações que as empresas precisam cumprir para fazerem parte de cada nível diferenciado de Governança Corporativa encontra-se nos anexos do presente trabalho.

3.1.3 Variáveis de Controle

No processo de análise da regressão utilizada como base no presente estudo e na revisão de literatura, foram identificadas variáveis de controle que podem ser significativas para o presente estudo. O nível de significância de cada variável será obtido a partir da análise da estimação do modelo. O quadro 7 relaciona a abreviação a ser utilizada nas regressões, a respectiva descrição da variável e a unidade de medida das mesmas.

A opção de não utilizar as variáveis com um ano de defasagem foi com o intuito de melhor aproximar-se ao modelo original, utilizado por Chung e Zhang (2011). Acredita-se, no entanto, que as decisões dos investidores podem ser tomadas tendo como base resultados econômicos e financeiros de anos passados.

Quadro 7 - Variáveis de Controle

ABREVIACÃO UTILIZADA	VARIÁVEL	UNIDADE DE MEDIDA
VMA	Valor de Mercado das Ações	Valor médio do ano
VOLAT	Desvio padrão da média dos retornos diários	Valor médio anual
VOL_NEG	Taxa média do volume mensal de ações em circulação	Quantidade média anual de ações em circulação dividido por doze
PREÇO	Preço Médio das Ações	Preço médio anual
RET	Retorno Anual das Ações	Valores em Reais
VLR_SPREAD	Diferença entre o valor de venda e o valor de compra das ações	Lucro por ação, em Reais
ANOS_NDGC	Número de anos desde a primeira aparição da empresa em algum nível diferenciado de Governança Corporativa BM&F BOVESPA	Número absoluto de anos desde a primeira aparição em um segmento específico de governança corporativa
DIV_ATV	Razão entre o total da dívida contábil e o valor total dos ativos	Valores em Reais
DIVID	Rendimento anual dos dividendos	Valores em Reais
ROA	Razão entre o lucro líquido com o valor contábil dos ativos totais	Valores em milhares de reais
Q_TOBIN	Taxa “Q de Tobin”	Cálculo explicado a seguir
TANGIB	Razão dos ativos tangíveis	Valores em milhares de reais

Fonte: Elaborado pela autora.

Assim como o estudo de Chung e Zhang (2011), o índice Q de Tobin será utilizado com base na proposta feita por Chung e Pruitt em 1994.

$$Q \text{ de TOBIN} = \frac{MVE + PS + DEB}{AT}, \text{ sendo}$$

MVE = produto do preço da ação de uma empresa e do número de ações ordinárias em circulação;

PS = Valor de Mercado das Ações Preferenciais;

DEB = Valor dos passivos circulantes, menos ativos circulantes somados aos exigíveis a longo prazo; e

AT = Ativos Totais da empresa.

3.2 População e Amostra, Fonte e Coleta de Evidências

A população do presente estudo é composta pelas 515 empresas listadas na BM&FBOVESPA em dezembro de 2011. A amostra pesquisada pode ser definida como não probabilística, composta por empresas listadas na bolsa de valores no período de 2002 a 2011. A seleção das empresas que compõe a amostra se baseou nos seguintes critérios: a empresa teve sua composição acionária publicada na bolsa de valores (BM&FBOVESPA, 2012), na CVM ou em suas páginas eletrônicas, e ter seus indicadores anuais disponíveis para pesquisa no programa Economática®.

As empresas listadas no nível diferenciado 'Bovespa Mais' foram excluídas das regressões pelo fato de haverem informações de apenas quatro empresas referentes a todas as variáveis que compõe a regressão. Visto que esta amostra seria pequena com relação aos demais níveis diferenciados de governança corporativa, optou-se por não utilizar esses quatro registros.

Ainda, caso alguma empresa não tenha publicado as IAN's e/ou formulários de referência com a abertura das quantidades de ações que compõe o capital social, mas tenha informado o nome das empresas que o compõe, foi utilizado o mesmo percentual do ano anterior.

Os dados utilizados para compor o rol de variáveis de controle foram todos retirados do programa Economática®, sendo que o fato de alguma empresa, em um determinado ano, ter ficado de fora no processo de análise de dados, pode ter ocorrido por três motivos:

- a) a empresa não existir no referido ano;
- b) a empresa não estar listada na BM&FBOVESPA no referido ano; e
- c) o programa Económica não possuir os dados disponíveis.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo está dividido em cinco partes. A primeira parte é composta pela análise descritiva do percentual de ações detidas por investidores institucionais, a evolução dessa composição acionária e a adesão das empresas a segmentos especiais da BM&FBOVESPA. Na segunda parte são verificadas as correlações entre as variáveis do modelo econométrico proposto e os resultados do Teste de Hausman, que define o efeito a ser utilizado nos dados em painel. A terceira parte apresenta os resultados obtidos nas regressões múltiplas com dados em painel. A quarta parte traz um comparativo dos resultados obtidos no presente estudo com o estudo internacional, do qual foi extraída a regressão base. A quinta parte é composta pela análise das hipóteses sugeridas sobre as decisões de investimento dos investidores institucionais.

4.1 Análise Descritiva

Visto que o foco do presente estudo foram os investidores institucionais e sua relação com níveis diferenciados de governança corporativa, a primeira análise feita foi o percentual de investidores institucionais nas empresas listadas em cada ano pesquisado.

Tabela 4 - Participação dos investidores institucionais no mercado

Ano	Número de empresas pesquisadas	Número de empresas com Investidor Institucional	Percentual Médio de Participação de Investidor Institucional
2002	318	115	46%
2003	329	114	47%
2004	343	135	46%
2005	376	178	41%
2006	427	202	38%
2007	456	233	39%
2008	467	245	39%
2009	478	250	38%
2010	502	259	40%
2011	515	280	38%

Fonte: Elaborado pela autora

A partir da tabela 4 é possível verificar que, apesar de o número de empresas com investidores institucionais aumentar com o passar dos anos, o percentual médio de ações detidas pelos mesmos reduziu em torno de 17%. Com relação ao aumento do número de empresas listadas e o aumento de empresas com investidores institucionais, é possível verificar que nos anos de 2003, 2006, 2009 e 2010 o crescimento do número de empresas foi superior ao crescimento do número de empresas com investidores institucionais. Já nos anos de 2004, 2005, 2007, 2008 e 2011 o número de empresas com investidores institucionais teve um aumento percentualmente superior ao aumento de empresas listadas.

Comparando o ano inicial dos dados (2002) com o ano final (2011), é possível verificar um crescimento de 61,95% no total de empresas listadas contra um acréscimo de 143,48% de empresas com ações detidas por investidores institucionais. Pode-se concluir que o percentual de empresas em cuja composição exista pelo menos 0,01% de investidor institucional cresceu mais do que o dobro do total de empresas pesquisadas.

Tabela 5 - Adesão à níveis diferenciados de governança corporativa

Ano	Número de empresas que aderiram à um nível diferenciado de GC por ano
2002	12
2003	4
2004	14
2005	12
2006	40
2007	73
2008	20
2009	11
2010	14
2011	27
Média Anual	22,7

Fonte: Elaborado pela autora.

Ainda, através da tabela 5 é possível verificar que o ano de 2007, seguido do ano de 2006 foi o ano que mais sobressaiu com relação ao aumento médio anual de empresas listadas em um segmento diferenciado da bolsa de valores brasileira. Somente no ano de 2007 foram 73 adesões a níveis diferenciados, praticamente o mesmo que todas as adesões de 2002 a 2006, representando 32,16% das 227 adesões dos dez anos analisados. Também é possível

verificar que entre os anos de 2008 e 2009 houve queda de adesões, possivelmente em função da crise mundial. As adesões voltaram a crescer nos anos seguintes, 2010 e 2011.

Outra parte da análise descritiva realizada são as médias, medianas, desvio padrão mínimos e máximos de cada variável. Tais valores foram retirados do programa E-views e são apresentados a seguir.

Tabela 6 – Estatística descritiva – 10 anos – balanceado

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
PROP_INSTI_T	0.052240	0.000000	0.931300	0.000000	0.138173
NIVEL_1	0.041916	0.000000	1.000.000	0.000000	0.200698
NM	0.110778	0.000000	1.000.000	0.000000	0.314328
RET(-1)	0.065569	0.100000	0.700000	-1.200.000	0.208628
TANGIB	2.523.359	1.894.365	4.027.021	-1.135.377	3.803.431
VOL_NEG(-1)	9806667.	76473.58	1.700008	4.777.500	23847799

Fonte: Elaborado pela autora.

É possível visualizar que os valores variam bastante entre seus mínimos e máximos, o que transmite a riqueza e variedade de dados nas observações. Verifica-se que, apesar de possuir alguma empresa com 93% de propriedade institucional, a média de investidores institucionais detentores de ações foi relativamente baixa, em torno 5%. A seguir são apresentados os resultados dos dados não balanceados de dez anos.

Tabela 7 – Estatística descritiva – 10 anos – não balanceado

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
PROP_INSTI_T	0.105616	0.017700	0.731300	0.000000	0.164589
NIVEL_1	0.091667	0.000000	1.000.000	0.000000	0.289158
NIVEL_2	0.066667	0.000000	1.000.000	0.000000	0.249965
NM	0.816667	1.000.000	1.000.000	0.000000	0.387748
ANOS_NDGC	3.700.000	3.000.000	1.100.000	1.000.000	2.843.476
DIV_ATV	2.808.875	2.695.000	9.300.000	0.000000	1.674.132
DIVID(-1)	0.497857	0.118606	8.673.360	0.000000	1.006.047
LOG(PRECO)	0.453171	0.437734	6.010.532	-2.302.585	1.085.632
Q_TOBIN	6583462.	3640597.	30038322	286505.0	6906343.
RET(-1)	0.021250	0.100000	1.000.000	-1.200.000	0.338849
ROA	0.212528	0.076439	1.000.000	0.001611	0.335099
VLR_SPREAD(-1)	-1.508.577	0.543551	1.526.855	-3.150.665	2.426.375
LOG(VMA(-1))	1.669.839	2.104.284	4.897.840	-9.756.441	2.106.214
VOL_NEG	6155144.	13959.38	1.70E+08	5.688.333	24389264

Fonte: Elaborado pela autora

Analisando a variável dependente, é possível verificar que neste grupo de observações foi encontrada pelo menos uma empresa com nenhuma participação institucional assim como foi encontrada no mínimo uma empresa com participação institucional de 73%. Na sequência são apresentados os dados balanceados referente à análise de quatro anos.

Tabela 8 – Estatística descritiva – 4 anos – balanceado

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
PROP_INSTL_T	0.059950	0.000000	0.772000	0.000000	0.145593
NIVEL_1	0.041860	0.000000	1.000.000	0.000000	0.200738
NM	0.069767	0.000000	1.000.000	0.000000	0.255349
DIV_ATV	2.573.814	2.510.000	6.290.000	0.000000	1.291.629
TANGIB	2.590.306	1.995.160	4.136.546	-2.885.496	4.921.875
VOL_NEG(-1)	11908992	95959.92	1.70E+08	4.777.500	24280817

Fonte: Elaborado pela autora

A variável dependente apresentou um índice mínimo de participação institucional de zero, uma participação máxima de 77% e uma média de 6%. A média apresentou-se em linha com os dados balanceados de dez anos e a máxima apresentou-se em linha com a análise não balanceada de dez anos.

Tabela 9 – Estatística descritiva – 4 anos – não balanceado

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
PROP_INSTL_T	0.068610	0.000000	0.772000	0.000000	0.153107
DIV_ATV(-1)	2.749.932	2.600.000	2.162.000	0.000000	1.790.174
NIVEL_1	0.030717	0.000000	1.000.000	0.000000	0.172844
NM	0.102389	0.000000	1.000.000	0.000000	0.303678
NIVEL_2	0.006826	0.000000	1.000.000	0.000000	0.082478
TANGIB	2.731.595	2.068.887	4.136.546	-2.885.496	4.669.918
VLR_SPREAD	1.466.595	1.011.271	1.128.087	-1.135.252	2.529.200
VOL_NEG	11921824	34506.83	1.360009	4.777.500	81626730
DIVID(-1)	0.789857	0.400451	8.673.361	0.000000	1.305.206

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados referentes à variável dependente, obtidos quando utilizados dados não balanceados de quatro anos, apresentam semelhanças com os dados balanceados de quatro anos, sendo que a participação institucional máxima obtida foi de 77% e a média ficou em

6,9%. Na sequência são apresentadas as análises de correlação das quatro estimações realizadas.

4.2 Análise da Correlação entre as Variáveis

Com o objetivo de enriquecer o estudo, foram realizadas quatro estimações, utilizando o mesmo modelo econométrico, porém com períodos diferentes e formatos diferentes:

- a) período de dez anos - balanceado;
- b) período de dez anos – não balanceado;
- c) período de quatro anos (anteriores à crise) – balanceado; e
- d) período de quatro anos (anteriores à crise) – não balanceado.

Os dados em painéis balanceados são aqueles nos quais as mesmas empresas compõem a amostra, em todo o período analisado. Em painéis não balanceados podem existir empresas que possuem dados em apenas uma parte do período assim como podem existir empresas que possuam dados em todo o período.

Após realizar a apreciação descritiva, é fruto de análise a correlação entre as variáveis. A importância de se verificar a correlação entre as variáveis se dá pelo fato de que a mesma mede o grau de associação linear entre as mesmas. Caso existam variáveis explicativas com alta correlação, seus coeficientes acabam se tornando não significantes. (GUJARATI, 2000).

Tabela 10 - Análise de correlação - 10 anos - balanceado

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. PROP_INST	1,00													
2. NIVEL_1	0,44	1,00												
3. ANOS_NDGC	-0,21	-0,14	1,00											
4. DIV_ATV	-0,04	0,46	-0,24	1,00										
5. DIVID	0,06	-0,02	0,04	-0,01	1,00									
6. LOG(PRECO)	0,20	0,19	0,35	-0,23	0,37	1,00								
7. Q_TOBIN	0,28	0,00	0,35	-0,14	0,12	0,36	1,00							
8. RET	-0,16	0,13	0,00	0,07	-0,02	0,35	-0,14	1,00						
9. ROA	0,18	-0,04	0,17	-0,29	0,57	0,54	-0,11	0,18	1,00					
10. TANGIB	0,13	0,08	0,37	-0,08	0,42	0,76	0,49	0,42	0,57	1,00				
11. VLR_SPREAD	0,32	0,20	0,05	-0,17	0,82	0,41	0,11	0,02	0,67	0,38	1,00			
12. LOG(VMA)	0,37	0,33	0,26	0,04	0,56	0,48	0,47	0,28	0,45	0,68	0,67	1,00		
13. VOL_NEG	-0,27	0,09	-0,22	0,22	-0,36	-0,14	-0,00	0,18	-0,52	-0,19	-0,49	-0,41	1,00	
14. VOLAT	-0,04	-0,03	0,14	-0,17	-0,07	-0,01	0,09	-0,47	-0,20	-0,31	-0,07	-0,28	0,12	1,00

Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se que a variável VLR_SPREAD possui altíssima correlação com a variável DIVID. Sabe-se, portanto, que umas das variáveis deverá de ser retirada do modelo final. A

variável a ser excluída será determinada pela significância que a mesma apresentar no modelo econométrico. O mesmo ocorre com as variáveis TANGIB e LOG(PREÇO), VLR_SPREAD e ROA, LOG(VMA) e TANGIB, LOG(VMA) e VLR_SPREAD. Existem também no modelo outras variáveis com índices altos de correlação, porém aceitáveis.

Tabela 11 - Análise de correlação - 10 anos - não balanceado

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1. PROP_INST	1,00															
2. NIVEL_1	-0,07	1,00														
3. NIVEL_2	0,28	-0,08	1,00													
4. NM	-0,07	-0,65	-0,55	1,00												
5. ANOS_NDGC	-0,01	0,17	-0,05	-0,11	1,00											
6. DIV_ATV	0,09	0,24	-0,13	-0,06	0,09	1,00										
7. DIVID	0,06	0,07	0,02	-0,03	0,15	0,00	1,00									
8. LOG(PRECO)	0,05	0,08	0,05	-0,03	0,01	-0,02	0,05	1,00								
9. Q_TOBIN	0,14	0,24	-0,02	-0,14	0,47	0,12	0,24	0,14	1,00							
10. RET	0,00	0,07	-0,01	-0,05	0,11	-0,02	0,07	0,36	0,10	1,00						
11. ROA	-0,05	0,04	-0,02	-0,00	-0,10	0,20	-0,17	-0,04	-0,09	-0,20	1,00					
12. TANGIB	-0,01	-0,02	-0,03	0,05	-0,05	-0,12	0,04	0,10	-0,04	-0,05	0,13	1,00				
13. VLR_SPREAD	0,03	0,14	-0,00	-0,05	0,12	-0,19	0,52	0,14	0,18	0,29	-0,53	-0,07	1,00			
14. LOG(VMA)	0,14	0,07	0,23	-0,10	0,12	0,05	0,32	0,35	0,32	0,46	-0,19	0,10	0,43	1,00		
15. VOL_NEG	-0,16	0,22	-0,07	-0,10	0,12	0,07	-0,09	-0,10	0,17	0,08	0,32	-0,04	-0,14	-0,16	1,00	
16. VOLAT	0,02	-0,12	-0,02	0,16	-0,14	0,08	-0,27	-0,15	-0,15	-0,51	0,31	0,03	-0,37	-0,34	-0,03	1,00

Fonte: Elaborado pela autora.

Verificando a correlações entre variáveis do modelo não balanceado, é possível observar que a correlação entre as variáveis é inferior ao modelo anterior, e que, apesar de ter algumas variáveis com correlação um pouco alta, apenas duas variáveis possuem correlação inaceitável. As variáveis com alta correlação são as *dummies* NM e NIVEL_1.

Tabela 12 - Análise de correlação - 4 anos - balanceado

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. PROP_INST	1,00														
2. NIVEL_1	0,68	1,00													
3. NM	-0,53	-0,78	1,00												
4. PRECO	0,33	0,49	-0,28	1,00											
5. ANOS_NDGC	0,03	-0,27	0,49	0,16	1,00										
6. DIV_ATV	0,30	0,58	-0,49	0,34	-0,39	1,00									
7. DIVID	0,17	-0,06	0,18	0,32	0,09	0,05	1,00								
8. Q_TOBIN	0,19	0,11	0,18	0,46	0,57	-0,07	0,17	1,00							
9. RET	0,16	0,35	-0,24	0,37	-0,17	0,12	0,09	0,09	1,00						
10. ROA	0,27	0,27	-0,12	0,63	-0,02	0,23	0,59	-0,15	0,18	1,00					
11. TANGIB	0,26	0,53	-0,21	0,91	0,05	0,46	0,21	0,44	0,29	0,55	1,00				
12. VLR_SPREAD	0,37	0,22	-0,10	0,20	-0,03	0,02	0,83	0,10	0,19	0,51	0,09	1,00			
13. VMA	0,52	0,38	-0,15	0,42	0,26	0,08	0,43	0,50	0,44	0,26	0,28	0,61	1,00		
14. VOL_NEG	-0,22	-0,32	0,41	-0,09	0,32	-0,47	-0,25	0,41	0,19	-0,40	-0,09	-0,28	-0,14	1,00	
15. VOLAT	-0,15	-0,17	0,48	0,14	0,19	-0,31	0,04	0,29	0,14	-0,05	0,15	-0,08	0,04	0,44	1,00

Fonte: Elaborado pela autora.

Quando analisados os dados de quatro anos, na forma balanceada, foi possível verificar uma alta correlação entre as *dummies* NM e NÍVEL_1 e entre a *dummy* NÍVEL_1 com a variável dependente PROP_INST. Tal relação reflete no momento da estimação do modelo.

Tabela 13 - Análise de correlação - 4 anos - não balanceado

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. PROP_INSTI_T	1,00														
2. NIVEL_1	0,01	1,00													
3. NIVEL_2	0,29	-0,01	1,00												
4. NM	0,02	-0,06	-0,03	1,00											
5. LOG(PRECO)	-0,01	0,14	0,10	0,23	1,00										
6. DIV_ATV	-0,01	-0,00	-0,01	-0,02	0,06	1,00									
7. DIVID	-0,01	-0,04	0,02	-0,10	0,04	-0,04	1,00								
8. Q_TOBIN	-0,09	-0,03	-0,02	-0,08	0,16	-0,02	0,06	1,00							
9. RET	0,04	0,07	-0,03	-0,07	0,16	0,03	-0,05	0,07	1,00						
10. ROA	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05	-0,91	0,12	0,06	0,01	1,00					
11. TANGIB	0,06	0,04	0,05	0,18	0,30	-0,03	-0,01	0,02	0,15	0,11	1,00				
12. VLR_SPREAD	-0,00	0,01	0,03	-0,06	0,05	-0,04	0,49	0,13	0,13	0,27	0,05	1,00			
13. LOG(VMA)	0,04	0,03	0,07	0,08	0,18	-0,22	0,30	0,15	0,02	0,28	0,18	0,27	1,00		
14. VOL_NEG	0,21	-0,02	-0,01	-0,01	0,05	-0,00	-0,01	-0,03	-0,02	0,00	0,01	-0,04	-0,08	1,00	
15. VOLAT	0,10	-0,05	0,00	-0,03	-0,03	0,20	-0,23	-0,14	0,12	-0,33	-0,12	-0,31	-0,36	0,26	1,00

Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se que este modelo apresenta apenas duas variáveis com alta correlação. Correlação esta considerada altíssima, quase uma correlação perfeita. As variáveis ROA e DIV_ATV possuem uma correlação de 0,91.

Realizada a análise da correlação entre as variáveis dos quatro modelos, a próxima etapa foi realizar o Teste de Hausman, com o objetivo de verificar o efeito a ser utilizado nos modelos econométricos. O teste de Hausman possibilita definir se os dados em painel devem ser realizados com efeito fixo ou aleatório, o que é possível verificar na tabela 14.

Tabela 14 - Resultados do teste de Hausman

	Teste de Hausman
10 anos - Não Balanceado	0,0029
10 anos - Balanceado	0,9460
4 anos - Não Balanceado	0,3874
4 anos - Balanceado	0,6800

Fonte: Elaborado pela autora.

O teste sugere que em resultados superiores a 0,10 seja utilizado o efeito aleatório e abaixo, o efeito fixo. Verificando os resultados, chega-se à conclusão de que apenas a regressão com dez anos de amostra, não balanceada, é que deve utilizar o efeito fixo. Nas demais regressões deve utilizado o efeito aleatório.

4.3 Análise das Regressões com Dados em Paineis

O presente subcapítulo apresenta os resultados e respectivas análises obtidos nas quatro estimações realizadas. As regressões foram desenvolvidas com o intuito de responder ao problema de pesquisa, ou seja, verificar se os investidores institucionais levam em consideração o fato de uma empresa estar ou não listada em um nível diferenciado de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

As informações sobre o percentual de ações detidas por investidores institucionais foram analisadas não somente nos modelos econométricos, mas também na análise descritiva. Isso porque a propriedade institucional é a principal informação analisada no presente estudo. Os resultados obtidos mostram que, apesar de o número de empresas com ações detidas por investidores institucionais ter crescido (assim como o número total de empresas listadas) o percentual de ações detidas diminuiu. Talvez essa redução seja em função da crise financeira de 2008/2009, porém tal sugestão não faz sentido que no momento em que fica evidente que a redução começou dois anos antes, em 2006.

A correlação entre algumas variáveis, inclusive entre as variáveis *dummy* em alguns modelos, corroborou com o fato de dados americanos e brasileiros serem bem diferentes. Os níveis de significância dos dois modelos também foram diferentes. O estudo americano teve quase sua totalidade de variáveis significantes a 1%, enquanto o presente estudo teve sua maioria dividida entre 1 e 5%.

Em resposta às hipóteses, é possível dividir o estudo em dois. Isso porque três estimações tiveram variáveis explicativas (*dummies* de segmento de mercado) significativas a 1% e variáveis explicativas não significativas nem a 10%. Apenas o modelo balanceado de dez anos não apresentou variáveis explicativas significativas. Com relação às variáveis de controle, verifica-se que as mesmas desempenharam suas funções e auxiliaram as regressões.

O modelo estimado com dados não balanceados referentes a dez anos foi o modelo com o maior número de variáveis significantes. Foram realizados exaustivos testes com o objetivo de que o maior número possível de variáveis significantes permanecesse no modelo.

Tabela 15 - Resultado da estimação - dados de 10 anos não balanceados

Método Utilizado:		Mínimos Quadrados Ordinários - Dados em Painel	
Efeito: Fixo		Número de Observações: 240	
Variável Dependente: PROP_INST			
Variáveis		Coefficiente	Probabilidade
NÍVEL 1		0,0267	0,2114
NÍVEL 2		0,2348	0,0000
NM		0,0684	0,0000
VMA		0,0067***	0,0458***
VOL_NEG		-9,1100	0,0000
log(PREÇO)		-0,0083	0,0470
RET		-0,1146*	0,0002*
VLR_SPREAD		0,0008*	0,0000*
ANOS_NDGC		-0,0064	0,0003
DIV_ATV		0,0012	0,0000
DIVID		-0,0088*	0,0001*
ROA		-0,0129	0,0108
Q_TOBIN		6,1700	0,0011
CONSTANTE		-0,010778	0,3863
R-quadrado	0,199471	Estatística F	2.457754
R-quadrado ajustado	0,118311	Prob (Estatística F)	0,000511
Durbin-Watson	1,262854		

* Variável estimada com efeito "(-1)"; ** Variável estimada com "log"; *** Variável estimada com "(-1)" e "log"

Fonte: Elaborado pela autora.

O primeiro modelo estimado revela que, quando a empresa está listada em um nível diferenciado de governança corporativa da BM&FBOVESPA ocorre um aumento no percentual de ações detidas por investidores institucionais. Também existe uma relação positiva no valor de mercado das ações, no valor do *spread*, na razão entre o total da dívida contábil e o valor total dos ativos e no Q de Tobin.

O inverso ocorre na taxa média do volume mensal de ações em circulação, no preço, no retorno anual, no rendimento anual dos dividendos e também no número de anos que as empresas pertencem a um dos níveis diferenciados da bolsa de valores.

Uma das variáveis dicotômicas não se mostrou significativa a 1%, 5% ou 10%. A variável NÍVEL 1, que corresponde a empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa apresentou um nível de significância de 21,14%, enquanto as outras duas variáveis (Nível 2 e NM) se mostraram significantes a 1%.

Tabela 16 - Resultado da estimação - dados de 10 anos balanceados

Método Utilizado:		Mínimos Quadrados Ordinários - Dados em Painel	
Efeito: Aleatório		Número de Observações: 334	
Variável Dependente: PROP_INST			
Variáveis		Coefficiente	Probabilidade
NÍVEL 1		0,031615	0,7477
NM		0,032673	0,121
VOL_NEG		2,62*	0,0189*
RET		-0,021502*	0,0507*
TANGIB		0,004333	0,0002
CONSTANTE		0,042009	0,0397
R-quadrado	0,075247	Estatística F	5,33788
R-quadrado ajustado	0,06115	Prob (Estatística F)	0,000099
Durbin-Watson	1,203587		

* Variável estimada com efeito "(-1)"; ** Variável estimada com "log"; *** Variável estimada com "(-1)" e "log"

Fonte: Elaborado pela autora.

Quando estimada de forma balanceada, a regressão com amostra de dez anos evidencia uma relação positiva dos mercados diferenciados Nível 1 e Novo Mercado. O que ocorre, porém, é que ambas as variáveis não são significantes a 1, 5 ou 10%. Além dessas duas variáveis *dummies*, o volume mensal de ações em circulação e a tangibilidade também demonstraram uma relação positiva no modelo. Dentre as variáveis que se demonstraram significantes, apenas o retorno anual das ações trouxe relação negativa.

Tabela 17 - Resultado da estimação - dados de 4 anos não balanceados

Método Utilizado:		Mínimos Quadrados Ordinários - Dados em Painel	
Efeito: Aleatório		Número de Observações: 293	
Variável Dependente: PROP_INST			
Variáveis		Coefficiente	Probabilidade
NÍVEL 1		0,032361	0,6854
NÍVEL 2		0,662377	0
NM		-0,063524	0,0062
VOL_NEG		2,61	0,0009
VLR_SPREAD		-0,002599	0,0633
DIV_ATV		0,000573*	0,0363*
DIVID		0,005822*	0,0893*
TANGIB		0,001648	0,0002
CONSTANTE		0,048739	0,0016
R-quadrado	0,186694	Estatística F	8,14903
R-quadrado ajustado	0,163784	Prob (Estatística F)	0,00000
Durbin-Watson	1,798884		

* Variável estimada com efeito "(-1)"; ** Variável estimada com "log"; *** Variável estimada com "(-1)" e "log"

Fonte: Elaborado pela autora.

Analisando os resultados da regressão dados não balanceados de quatro anos foi possível verificar que, das variáveis *dummies*, apenas a variável correspondente às empresas listadas no novo mercado apresentou relação negativa. Das demais variáveis significativas do modelo, também apenas uma demonstrou relação negativa: o valor do *spread*. Assim sendo, o volume mensal de ações em circulação, a razão entre o total da dívida contábil e o valor total dos ativos, o rendimento anual dos dividendos e a tangibilidade demonstraram relação positiva com o número de ações detidas por investidores institucionais.

Tabela 18 - Resultado da estimação - dados de 4 anos balanceados

Método Utilizado:		Mínimos Quadrados Ordinários - Dados em Painel	
Efeito: Aleatório		Número de Observações: 215	
Variável Dependente: PROP_INST			
Variáveis		Coefficiente	Probabilidade
NÍVEL 1		0,034424	0,3231
NM		-0,057876	0,0015
VOL_NEG		6,42*	0,0717*
DIV_ATV		0,000804	0,0649
TANGIB		0,001497	0,0001
CONSTANTE		0,038011	0,0095
R-quadrado	0,075815	Estatística F	3,429059
R-quadrado ajustado	0,053706	Prob (Estatística F)	0,005335
Durbin-Watson	1,675158		

* Variável estimada com efeito "(-1)"; ** Variável estimada com "log"; *** Variável estimada com "(-1)" e "log"

Fonte: Elaborado pela autora.

A última regressão demonstrou uma relação positiva na *dummy* referente ao Nível 1 da bolsa de valores e negativa com relação ao Novo Mercado. As demais variáveis revelaram uma relação positiva, sendo elas: o volume mensal de ações em circulação, a razão entre o total da dívida contábil e o valor total dos ativos e a tangibilidade. Por fim, são analisadas em que medida as variáveis explicativas e de controle sustentam o modelo. Tal análise é possível através da verificação das estatísticas R^2 e R^2 Ajustado.

Tabela 19 - Análise geral das regressões

Modelo	R^2 (%)	R^2 Ajustado (%)
10 anos não balanceado	19,95	11,83
10 anos balanceado	7,52	6,12
4 anos não balanceado	18,67	16,38
4 anos balanceado	7,58	5,37

Fonte: Elaborado pela autora.

Analisando somente os resultados apresentados na tabela 15 é possível constatar que os modelos cujos dados não eram balanceados tiveram seus R-quadrados superiores aos outros. Importante lembrar que os dados com observações de dez anos não balanceados foram calculados com o efeito fixo, e os demais com efeito aleatório.

4.4 Comparativo com o Estudo Internacional

De forma geral, os resultados empíricos do estudo de Chung e Zhang (2011) demonstraram que o percentual de ações detidas por investidores institucionais aumenta com o incremento da estrutura de governança das empresas. E isso aconteceria com todos os tipos de investidores institucionais, o que, de acordo com os autores, é fruto de um estudo empírico robusto, com diversos modelos de estimação. O estudo atual obteve, em suas quatro estimações, resultados tanto positivos quanto negativos para as *dummies* explicativas. Também obteve variáveis explicativas com significância a 1%, 5%. A variável correspondente à empresas listadas no Nível 1 da BM&FBOVESPA, não se mostrou significativa em nenhum dos modelos nem a 1%, 5% e 10%.

Outra análise realizada foram os coeficientes de governança corporativa dos estudos. Os coeficientes de governança corporativa do estudo americano são valores sempre positivos e significantes a 1%. O presente estudo, além de encontrar valores positivos e negativos, apresentou apenas metade de seus resultados referentes a governança corporativa significantes a 1%. É preciso ponderar as diferenças existentes entre o mercado americano e o brasileiro e também o fato de que as variáveis foram adaptadas ao mesmo. Ainda, o estudo americano utilizou o efeito fixo e aleatório em suas regressões, a fim de corroborar o efeito positivo que mecanismos de governança corporativa podem proporcionar para atrair mais investidores institucionais.

O estudo americano encontrou resultados que sugerem que a governança corporativa poderia afetar o retorno das ações. Com relação à variável retorno anual das ações, o presente estudo apresentou valores significantes apenas quando analisado o conjunto de dez anos de dados e, ainda assim, apresentou relação negativa com propriedade institucional.

Com a finalidade de melhor visualização e comparação dos dois estudos foi elaborada uma tabela com as variáveis, seus respectivos níveis de significância e qual a influência sobre a variável dependente.

As variáveis listadas na tabela 16 estão relacionadas de acordo com as nomenclaturas utilizadas presente dissertação, salvo as *dummies* explicativas e as variáveis do estudo americano correspondentes ao nível de governança corporativa nas empresas pesquisadas.

Tabela 20 - Comparativo entre modelos de estudo americano e presente estudo

Variáveis	Chung e Zhang (2011)		10 Anos - Não Balanceado		10 Anos - Balanceado		4 Anos - Não Balanceado		4 Anos - Balanceado	
	Coefficiente	Relação	Coefficiente	Relação	Coefficiente	Relação	Coefficiente	Relação	Coefficiente	Relação
GOV_SCORE1 _{i,t}	0,0019	+								
GOV_SCORE2 _{i,t}										
NÍVEL 1			0,026731	+	0,031615	+	0,032361	+	0,034424	+
NÍVEL 2			0,234807	+			0,662377	+		
NM			0,068447	+	0,032673	+	-0,063524	-	-0,057876	-
VMA	0,0528	+	0,006713***	+						
VOLAT	-1,3614	-								
VOL_NEG	0,0058	+	-9,11	-	2,62*	+	2,61	+	6,42*	+
log(PREÇO)	0,0587	+	-0,008253	-						
RET	-0,0016	-	-0,114628*	-	-0,021502*	-				
VLR_SPREAD	-0,0655	-	0,000769*	+			-0,002599	-		
ANOS_NDGC	0,0022	+	-0,00637	-						
DIV_ATV	0,025	+	0,001218	+			0,000573*	+	0,000804	+
DIVID	-0,0208	-	-0,008827*	-			0,005822*	+		
ROA	0,0046	+	-0,012884	-						
Q_TOBIN	-0,0101	-	6,17	+						
TANGIB	0,0234	+			0,004333	+	0,001648	+	0,001497	+
CONSTANTE			-0,010778	-	0,042009	+	0,048739	+	0,038011	+
R-quadrado			0,199471		0,075247		0,186694		0,075815	
R-quadrado ajustado			0,118311		0,06115		0,163784		0,053706	
Estatística F			2,457754		5,33788		8,14903		3,429059	
Prob (Estatística F)			0,000511		0,000099		0		0,005335	
Durbin-Watson			1,262854		1,203587		1,798884		1,675158	

Nota: * Variável estimada com efeito "(-1)"

** Variável estimada com "log"

*** Variável estimada com "(-1)" e "log"

Fonte: Elaborado pela autora.

É possível verificar a ausência de algumas variáveis. O mesmo ocorre devido ao fato de que essas variáveis, devido a problemas econométricos como o de alta correlação, não rodaram em determinado modelo. A seguir serão realizadas análises dos resultados pelas hipóteses testadas no estudo.

4.5 Análise das Hipóteses sobre Decisão de Investimento dos Investidores Institucionais

A análise das hipóteses testadas evidencia o coeficiente e a relação das variáveis independentes com a variável dependente. Uma relação positiva demonstra que, quanto maior determinada variável explicativa, maior o percentual de ações detidas por investidores institucionais. Caso a relação seja negativa, ocorre o contrário, um aumento na variável independente provoca uma redução na quantidade de ações detidas por investidores institucionais.

A seguir são analisadas as duas hipóteses do estudo:

H1: Existe uma relação entre níveis diferenciados de governança corporativa e a decisão de investimento dos investidores institucionais nas empresas listadas no mercado de capitais do Brasil.

A hipótese de que existe uma relação é evidenciada ao observar que em três das quatro estimações pelo menos uma das variáveis explicativas se demonstrou significativa a 1%. As variáveis de controle também apresentam, em sua maioria, significância a 1% ou 5%. Apesar disso, o R-quadrado e R-quadrado ajustado apresentaram resultados que podem ser considerados bons. O melhor resultado obtido, com dados não balanceados de quatro anos, apresenta um R-quadrado ajustado de 16,37%, o que significa que o conjunto de variáveis explicativas e de controle explicam o percentual de ações detidas por investidores institucionais em menos de 17%.

H2: Existe uma relação positiva entre níveis diferenciados de governança corporativa e a decisão de investimento dos investidores institucionais nas empresas listadas no mercado de capitais do Brasil.

As variáveis *dummies*, classificadas no presente estudo como explicativas, foram separadas por segmentos de listagem da bolsa de valores BM&FBOVESPA. As empresas que compõem a amostra e estão listadas no segmento Novo Mercado se mostraram significantes a 1% em todos os modelos propostos, menos na estimação com dados balanceados de 10 anos. Neste modelo a variável não se mostrou significativa a 1, 5 ou 10%. Nos modelos com dados de dez anos a variável apresentou relação positiva, enquanto nas regressões com dados de quatro anos apresentou relação negativa.

A variável Nível 2 apenas foi possível rodar nos modelos cujos dados eram não balanceados e se demonstrou significativa a 1%, além de ter ambos resultados positivos. A *dummy* Nível 1 não apresentou resultado significativo a 1, 5 ou 10% em nenhum dos quatro modelos e as relações em todos os modelos foram positivas.

Os resultados são parcialmente condizentes com o resultado de outros estudos analisados. Chung e Zhang (2011) encontraram relação positiva, ao passo que Punsuvo, Kayo e Barros (2007) encontraram relação negativa, utilizando dados de empresas brasileiras. Já Oliveira (2005) que também utilizou dados nacionais, não encontrou resultados estatisticamente significantes.

Os resultados econométricos do presente estudo se mostram condizentes à luz da teoria de agência. Variáveis estatisticamente significantes no presente estudo demonstraram que empresas em níveis diferenciados de governança corporativa, ou seja, com outros níveis de divulgação e comprometimento para com seus investidores (entre outras características) são mais atrativas para os mesmos. É possível afirmar que esses resultados podem ser analisados sob a ótica da teoria de agência, uma vez que práticas de governança corporativa podem mitigar um dos princípios básicos da mesma, onde o gestor tomaria decisões em benefício próprio ao invés de fazê-las em benefício dos sócios.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo foi o de analisar se a decisão de investimento dos investidores institucionais é suportada em empresas que praticam a governança corporativa. Nesse sentido, a variável explicativa representando empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA não se mostrou significativa a 1, 5 ou 10% em nenhum dos modelos estimados. A variável correspondente às empresas listada no Nível 2 apresentou-se significativa a 1% nos modelos não-balanceados. Já a variável contendo empresas listadas no Novo Mercado se mostrou significativa a 1% nos modelos não-balanceados e significativa a 5% no modelo gerado com informações balanceadas de quatro anos.

Quanto ao primeiro objetivo específico, que seria identificar a participação dos investidores institucionais (nacionais e internacionais) na estrutura de capital das empresas que compõe a amostra, acredita-se ter sido cumprido com êxito. Foi possível não somente identificar e mensurar a participação dos investidores institucionais como realizar análises descritivas sobre a mesma. A partir dos dados coletados é visível o aumento da participação acionária dos investidores institucionais em empresas listadas no mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, a partir do presente estudo, a importância e a representatividade dos investidores institucionais deixa de ser algo questionável para ser algo comprovável.

Com relação ao segundo objetivo, que seria diagnosticar, através do modelo econométrico estudado, quais índices podem indicar uma possível influência sobre as decisões de investimento dos investidores institucionais, crê-se ter feito um bom trabalho. Apesar de existirem variáveis propostas pelo estudo norte-americano que não se apresentaram significantes a 1, 5 ou 10% com a amostra brasileira, foi possível realizar análises produtivas com as variáveis que se mostraram significantes.

A opção por realizar quatro estimações distintas foi com o objetivo de, além de analisar os resultados em um período menor e um maior, analisar os resultados sem os efeitos da crise de 2008-2009. Tal feito permitiu verificar que algumas variáveis tiveram uma relação e significância diferente em cada uma das análises. O mesmo ocorreu com as regressões com dados balanceados e as regressões com dados não balanceados. Analisando apenas as regressões com dados não balanceados, foi possível verificar que na regressão com dados de quatro anos mais variáveis não obtiveram grau mínimo de confiança do que a regressão com dez anos. A regressão cujo maior número de variáveis foi significativa e obteve o maior r-quadrado foi a aquela cujos dados eram de dez anos e não eram balanceados.

Tais regressões demonstraram, em sua maioria, relações positivas e significantes entre empresas com governança corporativa e investidores institucionais. Mesmo não sendo possível identificar os motivos de cada opção de investimento realizada pelos investidores institucionais, os dados evidenciados pelas empresas revalaram a existência de tal relação.

Uma das contribuições do presente estudo foi a de encontrar resultados positivos relacionando a governança corporativa com investidores institucionais, fato até o momento não encontrado em um modelo econométrico aplicado em dados brasileiros. De um modo geral, é possível afirmar que muitas variáveis aplicadas com dados brasileiros produziram o mesmo efeito (negativo/positivo) do que o modelo americano. Até mesmo alguns dos coeficientes tiveram valores similares.

O modelo econométrico aplicado neste estudo não é parte de uma teoria e tampouco existe uma teoria sobre tal assunto. Devido à isso, é perfeitamente justificável os ajustes feitos nas regressões e as várias estimações realizadas. Apesar das informações americanas serem mais robustas e apesar do fato de que muitas empresas, em alguns anos não disponibilizaram informações (e devido à isso acabaram excluídas de nossos modelos) o presente estudo conseguiu um número considerável de variáveis com níveis de significância aceitáveis.

Não foi levado em consideração no presente estudo aspectos como: (a) a presença de acionistas controladores ou famílias controladoras, (b) ações com diferentes direitos a voto e (c) *cross trading* e ADRs.

O presente estudo será utilizado como base para um próximo estudo orientado pela professora Dra. Clea Beatriz Macagnan em seu grupo de estudos de governança corporativa, que será analisar não somente a presença de governança corporativa nas empresas, mas também sua qualidade. Para isso, já está sendo pesquisada bibliografia sugestiva com *scores* para mensuração de governança corporativa.

Como sugestão de estudos futuros recomenda-se utilizar este mesmo modelo econométrico em outros países do Mercosul ou em países da Europa. Outra sugestão seriam entrevistas ou questionários com investidores institucionais, visando compreender melhor suas decisões de investimento.

REFERÊNCIAS

- AGUILERA, Ruth V.; CUERVO-CAZURRA, Alvaro. Codes of good governance worldwide: what is the trigger? **Organization Studies**, London, v. 25, n. 3, p. 417-446, 2004.
- 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, 1970.
- ARROW, Kenneth. J. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. **The American Economic Review**. V.53, n. 5, 1963.
- BASSEN, Alexander. The implementation of good corporate governance by institutional investors: The scorecard for German corporate governance. **International Journal of Disclosure and Governance**, [S.l.], v. 2, n. 3, 2005.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. **Journal of Business**, Chicago, v. 76, n. 3, 2003.
- BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 out. 2011.
- BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 19 dez. 2012.
- BOBILLO, Alfredo Martínez; ALONSO, Pablo de Andrés; GAITE, Fernando Tejerina. Internal funds, corporate investment and corporate governance: international evidence. **Multinational Business Review**, [S.l.], 2002.
- BROWN, Phillip; BEEKES, Wendy; VERHOEVEN, Peter. Corporate governance, accounting and finance: a review. **Accounting & Finance**, [S.l.], v. 51, 2011.
- CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin’s q. **Financial Management**, [S.l.], v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- CHUNG, Kee H.; ZHANG, Hao. Corporate governance and institutional ownership. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [S.l.], v. 46, n. 1, p. 247-273, 2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Rio de Janeiro, 2002.
- DEMSETZ, H. *Hacia una teoria de los derechos de propiedad*. Traduzido de *American Economic Review*. mai. 1967. **Revista Libertas**. v. 6, mai. 1987.
- DESENDER, Kurt A. **Essays on ownership structure, corporate governance and corporate finance**. Barcelona: Universitat Autònoma de Barcelona, 2010.

ELSTER, Jon. **Peças e engrenagens das ciências sociais**. Tradução de Antônio Trânsito. Rio de Janeiro: Relume-Dumará, 1994.

FROOT, Kenneth; TEO, Melvyn. Style Investing and Institutional Investors. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 2008.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. **Journal of Applied Finance**, [S.l.], 2003.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.

GÜRBÜZ, A. Osman; AYBARS, Asli; KUTLU, Özlem. Corporate Governance and Finance Performance with a perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey. **JAMAR**, [S.l.], v. 8, n. 2, 2010.

HAAN, Leo de; KAKES, Jan. Momentum or contrarian investment strategies: Evidence from Dutch institutional investors. **Journal of Bankink & Finance**, 2011.

HASAN, Tanweer; KADAPAKKAM, Palani-Rajan; KUMAR, P.C. Firm investments and corporate governance in asian emerging markets. **Multinational Finance Journal**, [S.l.], v. 12, n. 1/2, p. 21-44, 2008.

HSU, Grace C. –M.; KOH, Ping-Sheng. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. **Corporate Governance**, [S.l.], v.13, n. 6, 2005.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2010.

ISMAIL, Rosnadzirah; RAHMAN, Rashidah Abdul. Institutional investors and board of directors' monitoring role on risk management disclosure level in Malaysia. **The IUP Journal of Corporate Governance**, [S.l.], v. 10, n. 2, 2011.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, n. 4, 1976.

LA PORTA, Rafael et al. Agency problems and dividend policies around the world. **Journal of Finance**, [S.l.], 2000.

LA PORTA, Rafael et al. Investidor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 57, 2002.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, [S.l.], v. 54, 1999.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, São Paulo, v. 2, n. 2, 2003.

MACAGNAN, C.B. **Condicionantes e implicación de revelar activos intangibles**. 2007. Tese (Doutorado) -- Universitat Autònoma de Barcelona, Barcelona, 2007.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA**, R. Cont. Fin, 2006.

MILGROM, Paul; ROBERTS, John. **Economía, organización y gestión de la empresa**. Barcelona: Ariel, 1993

MIZUNO, Mitsuru. Institutional investors, corporate Governance and firm performance in Japan. *Pacific Economic Review*, p. 653- 665, 2010.

MOURA, Geovanne Dias de; MACÊDO, Francisca F. Rodrigues Ribeiro. HEIN, Nelson. **Investidores institucionais e boas práticas de governança Corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras listadas na BOVESPA**. VII Congresso ANPCONT, 2012.

MORCK, Randall K. **A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers**. Chicago; Londres: The University of Chicago Press, 2007.

NORTH, Douglass C. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge: University Press, 2004.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. Dissertação Apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, Rodrigo Miguel de. **A influência dos investidores institucionais nas políticas de governança corporativa das empresas brasileiras**. 2005. 67f. Dissertação (Mestrado em Administração) -- Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, 2005.

PINDADO, Julio; TORRE, Chabela de La. The role of investment, financing and dividend decisions in explaining corporate ownership structure: empirical evidence from Spain. **European Financial Management**, [S.l.], v. 12, n. 5, 2006.

PINTO, Antonio Carlos Figueiredo. **Efeitos da regulação econômica: o caso dos investidores institucionais**. Tese apresentada à congregação da escola de pós-graduação em economia (EPGE) – Instituto Brasileira de Economia . Rio de Janeiro, 1984.

PUNSUVO, Fábio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, v. 18, n. 45, 2007.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira - Corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2008.

ROTTA, Cláudio. **Governança Corporativa e Decisões de Investimento**. 2004. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, 2004.

SCHIEHLL, Eduardo; BELLAVANCE, François. **Boards of Directors, CEO Ownership, and the Use of Non-Financial Performance Measures in the CEO Bonus Plan.** *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17(1): 90–106

SILVEIRA, Alexandre di Miceli. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) -- Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2004.

STADLER, Inés Macho; CASTRILLO David Pérez. **Introducción a la economía de la información.** Barcelona: Ariel Economía, 1994.

STARKS, Laura T. **Corporate governance and Institutional Investors: implications for latin America.** Revista ABANTE, Vol.2, N.2, pp.161-181, 2000.

SUÁREZ, Andrés S. Suárez. **Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa.** Madrid: Pirámide, 2003.

THOMPSON-FLÔRES, Eliane Aleixo Lustosa. **Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais.** 2004. 205f. Tese (Doutorado em Engenharia Industrial) -- Programa de Pós-Graduação em Engenharia Industrial, PUC, Rio de Janeiro, RJ, 2004.

WAHAB, Effiezal Aswadi Abdul; HOW, Janice; VERHOEVEN, Peter. Corporate governance and institutional investors: evidence from Malaysia. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, [S.l.], v. 4, n. 2, p. 67-90, 2008.

YOSHIKAWA, Toru; RASHEED, Abdul A. Convergence of corporate governance: critical review and future directions. **Corporate Governance: An International Review**, [S.l.], v. 17, n. 3, p. 388-404, 2009.

ANEXO A - REQUISITOS PARA ADESÃO - NÍVEL 1 DA BM&F BOVESPA

Demonstrações Financeiras
Formulário das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs)
Formulário de Informações Trimestrais (ITRs)
Formulário de Referência
Requisitos Adicionais para as Informações Trimestrais – ITR. Nas notas explicativas das Informações Trimestrais, além das informações previstas na legislação, a Companhia deverá obrigatoriamente incluir uma nota sobre transações com partes relacionadas, contendo as divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais.
Requisito Adicional para o Formulário de Referência. A Companhia deverá informar e manter atualizada a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver 5% (cinco por cento) ou mais das ações de cada espécie e classe do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, desde que a Companhia tenha ciência de tal informação
Reunião Pública com Analistas. A Companhia e os Administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas *
Calendário Anual. A Companhia deverá enviar à BM&FBOVESPA e divulgar, até 10 de dezembro de cada ano, um Calendário Anual para o ano civil seguinte, contendo, no mínimo, menção e respectiva data dos atos e eventos societários, da reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados e da divulgação das informações financeiras programadas para o ano civil seguinte, conforme modelo divulgado pela BM&FBOVESPA. **
Política de Negociação de Valores Mobiliários. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA, política de negociação de valores mobiliários de emissão da Companhia que será aplicável, no mínimo, à própria Companhia, ao Acionista Controlador, aos membros do conselho de administração e do conselho fiscal, quando instalado, aos diretores e a membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária
Código de Conduta. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA código de conduta que estabeleça os valores e princípios que orientam a Companhia e que devem ser preservados no seu relacionamento com administradores, funcionários, prestadores de serviço e demais pessoas e entidades com as quais a Companhia se relacione.

* Estará dispensada de realizar a reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano da obtenção da sua autorização para negociação no Nível 1 de Governança Corporativa, a Companhia:

- (i) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de setembro, com a realização de uma oferta pública de distribuição de ações;
- (ii) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de novembro; ou
- (iii) que, na condição de companhia aberta, já tenha realizado uma reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano de ingresso.

** Eventuais alterações subsequentes em relação aos eventos constantes do Calendário Anual já apresentado deverão ser comunicadas à BM&FBOVESPA e divulgadas, no mínimo, com 5 (cinco) dias de antecedência da data prevista para a realização do evento. Caso a alteração não seja divulgada nesse prazo, além da alteração no Calendário Anual, a Companhia deverá divulgar comunicado ao mercado, antes da realização do evento, informando as causas que motivaram a alteração no Calendário Anual.

Até o dia anterior ao início de negociação dos valores mobiliários de sua emissão no Nível 1 de Governança Corporativa, a Companhia, deverá apresentar à BM&FBOVESPA e divulgar o seu Calendário Anual para o ano civil em curso.

ANEXO B - REQUISITOS PARA ADESÃO - NÍVEL 2 DA BM&F BOVESPA

Demonstrações Financeiras
Formulário das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs)
Formulário de Informações Trimestrais (ITRs)
Formulário de Referência
Demonstrações Financeiras Traduzidas para o Inglês. Após o encerramento de cada exercício social e de cada trimestre, a Companhia deverá divulgar, no idioma inglês, o conjunto de demonstrações financeiras consolidadas ou individuais, no caso de não elaborar demonstrações consolidadas, acompanhado do relatório da administração ou comentário sobre o desempenho e do parecer ou relatório de revisão especial dos auditores independentes, conforme previsto na legislação nacional.*
Requisitos Adicionais para as Informações Trimestrais – ITR. Nas notas explicativas das Informações Trimestrais, além das informações previstas na legislação, a Companhia deverá obrigatoriamente incluir uma nota sobre transações com partes relacionadas, contendo as divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais.
Requisito Adicional para o Formulário de Referência. A Companhia deverá informar e manter atualizada a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver 5% (cinco por cento) ou mais das ações de cada espécie e classe do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, desde que a Companhia tenha ciência de tal informação.
Reunião Pública com Analistas. A Companhia e os Administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.**
Calendário Anual. A Companhia deverá enviar à BM&FBOVESPA e divulgar, até 10 de dezembro de cada ano, um Calendário Anual para o ano civil seguinte, contendo, no mínimo, menção e respectiva data dos atos e eventos societários, da reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados e da divulgação das informações financeiras programadas para o ano civil seguinte, conforme modelo divulgado pela BM&FBOVESPA.***
Política de Negociação de Valores Mobiliários. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA, política de negociação de valores mobiliários de emissão da Companhia que será aplicável, no mínimo, à própria Companhia, ao Acionista Controlador, aos membros do conselho de administração do conselho fiscal, quando instalado, aos diretores e a membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária.
Código de Conduta. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA código de conduta que estabeleça os valores e princípios que orientam a Companhia e que devem ser preservados no seu relacionamento com Administradores, funcionários, prestadores de serviço e demais pessoas e entidades com as quais a Companhia se relacione.

* A apresentação das demonstrações financeiras traduzidas para o inglês deverá ocorrer a partir da primeira divulgação de demonstração financeira, anual ou trimestral, que se realizar após o início de negociação dos valores mobiliários de emissão da Companhia no Nível 2 de Governança Corporativa. A divulgação das demonstrações financeiras traduzidas para o inglês deve ocorrer em até, no máximo, 15 (quinze) dias contados da divulgação das demonstrações financeiras em português, observado o prazo previsto na legislação vigente

** Estará dispensada de realizar a reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano da obtenção da sua autorização para negociação no Nível 2 de Governança Corporativa, a Companhia:

- (i) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de setembro, com a realização de uma oferta pública de distribuição de ações;
- (ii) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de novembro; ou
- (iii) que, na condição de companhia aberta, já tenha realizado uma reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano de ingresso.

*** Eventuais alterações subsequentes em relação aos eventos constantes do Calendário Anual já apresentado deverão ser comunicadas à BM&FBOVESPA e divulgadas, no mínimo, com 5 (cinco) dias de antecedência da data prevista para a realização do evento. Caso a alteração não seja divulgada nesse prazo, além da alteração no

Calendário Anual, a Companhia deverá divulgar comunicado ao mercado, antes da realização do evento, informando as causas que motivaram a alteração no Calendário Anual.

Até o dia anterior ao início de negociação dos valores mobiliários de sua emissão no Nível 2 de Governança Corporativa, a Companhia deverá apresentar à BM&FBOVESPA e divulgar o seu Calendário Anual para o ano civil em curso.

ANEXO C - REQUISITOS PARA ADEÇÃO - NOVO MERCADO DA BM&F BOVESPA

Demonstrações Financeiras
Formulário das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs)
Formulário de Informações Trimestrais (ITRs)
Formulário de Referência
Demonstrações Financeiras Traduzidas para o Inglês. Após o encerramento de cada exercício social e de cada trimestre, a Companhia deverá divulgar, no idioma inglês, o conjunto de demonstrações financeiras consolidadas ou individuais, no caso de não elaborar demonstrações consolidadas, acompanhado do relatório da administração ou comentário sobre o desempenho e do parecer ou relatório de revisão especial dos auditores independentes, conforme previsto na legislação nacional.*
Requisitos Adicionais para as Informações Trimestrais – ITR. Nas notas explicativas das Informações Trimestrais, além das informações previstas na legislação, a Companhia deverá obrigatoriamente incluir uma nota sobre transações com partes relacionadas, contendo as divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais.
Requisito Adicional para o Formulário de Referência. A Companhia deverá informar e manter atualizada a posição acionária de todo aquele que detiver 5% (cinco por cento) ou mais do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, desde que a Companhia tenha ciência de tal informação.
Reunião Pública com Analistas. A Companhia e os Administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas. **
Calendário Anual. A Companhia deverá enviar à BM&FBOVESPA e divulgar, até 10 de dezembro de cada ano, um Calendário Anual para o ano civil seguinte, contendo, no mínimo, menção e respectiva data dos atos e eventos societários, da reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados e da divulgação das informações financeiras programadas para o ano civil seguinte, conforme modelo divulgado pela BM&FBOVESPA. ***
Política de Negociação de Valores Mobiliários. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA política de negociação de valores mobiliários de emissão da Companhia que será aplicável, no mínimo, à própria Companhia, ao Acionista Controlador, aos membros do conselho de administração e do conselho fiscal, quando instalado, aos diretores e a membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária.
Código de Conduta. A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA código de conduta que estabeleça os valores e princípios que orientam a Companhia e que devem ser preservados no seu relacionamento com Administradores, funcionários, prestadores de serviço e demais pessoas e entidades com as quais a Companhia se relacione.

* A apresentação das demonstrações financeiras traduzidas para o inglês deverá ocorrer a partir da primeira divulgação de demonstração financeira, anual ou trimestral, que se realizar após o início de negociação dos valores mobiliários de emissão da Companhia no Nível 2 de Governança Corporativa. A divulgação das demonstrações financeiras traduzidas para o inglês deve ocorrer em até, no máximo, 15 (quinze) dias contados da divulgação das demonstrações financeiras em português, observado o prazo previsto na legislação vigente

** Estará dispensada de realizar a reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano da obtenção da sua autorização para negociação no Novo Mercado, a Companhia:

- (i) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de setembro, com a realização de uma oferta pública de distribuição de ações;
- (ii) cujo ingresso ocorra após o dia 30 de novembro; ou
- (iii) que, na condição de companhia aberta, já tenha realizado uma reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados no ano de ingresso.

*** Eventuais alterações subsequentes em relação aos eventos constantes do Calendário Anual já apresentado deverão ser comunicadas à BM&FBOVESPA e divulgadas, no mínimo, com 5 (cinco) dias de antecedência da data prevista para a realização do evento. Caso a alteração não seja divulgada nesse prazo, além da alteração no Calendário Anual, a Companhia deverá divulgar comunicado ao mercado, antes da realização do evento, informando as causas que motivaram a alteração no Calendário Anual.

Até o dia anterior ao início de negociação dos valores mobiliários de sua emissão no Novo Mercado, a Companhia deverá apresentar à BM&FBOVESPA e divulgar o seu Calendário Anual para o ano civil em curso.

ANEXO D - REQUISITOS PARA ADESAO - BOVESPA MAIS DA BM&F BOVESPA

<p>Demonstração dos Fluxos de Caixa. As demonstrações financeiras da Companhia e as demonstrações consolidadas a serem elaboradas após o término de cada trimestre (excetuando o último trimestre) e de cada exercício social, devem, obrigatoriamente, incluir Demonstração dos Fluxos de Caixa, a qual indicará, no mínimo, as alterações ocorridas no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregadas em fluxos das operações, dos financiamentos e dos investimentos. (A mesma deverá ser iniciada, no máximo, seis meses após a obtenção pela Companhia da autorização para negociar no BOVESPA MAIS)</p>
<p>Nas Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, a Companhia deverá: (i) incluir, em notas explicativas, a Demonstração dos Fluxos de Caixa de que trata o item anterior; e (ii) informar, no Relatório da Administração, a existência e a vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.</p>
<p>Nas Informações Trimestrais, além das informações obrigatórias previstas na legislação, a Companhia deverá:*</p>
<p>(i) apresentar o Balanço Patrimonial Consolidado, a Demonstração do Resultado Consolidado e o Comentário de Desempenho Consolidado, se estiver obrigada a apresentar demonstrações consolidadas ao fim do exercício social;</p>
<p>(ii) informar a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) das ações de cada espécie e classe do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o</p>
<p>nível de pessoa física;</p>
<p>(iii) informar de forma consolidada a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que sejam titulares, direta ou indiretamente, os grupos de Acionista Controlador, Administradores e membros do conselho fiscal;</p>
<p>(iv) informar a evolução da participação das pessoas abrangidas pelo item anterior, em relação aos respectivos valores mobiliários, nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores;</p>
<p>(v) incluir, em notas explicativas, a Demonstração dos Fluxos de Caixa</p>
<p>(vi) informar a quantidade das Ações em Circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas; e</p>
<p>(vii) informar a existência e a vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.</p>
<p>As informações adicionais previstas nos itens (ii), (iii), (iv), (vi) e (vii) relativos às informações adicionais das ITRs deverão ser incluídas no Quadro Outras Informações que a Companhia Entenda Relevantes</p>
<p>Requisitos Adicionais para as Informações Anuais – IAN. As informações previstas nos itens (iii), (iv) e (vii) relativas às informações adicionais das ITRs também deverão ser incluídas nas Informações Anuais da Companhia no Quadro Outras Informações que a Companhia Entenda Relevantes.</p>
<p>Calendário Anual. A Companhia e os Administradores deverão enviar à BM&FBOVESPA e divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual, informando sobre eventos corporativos programados, contendo no mínimo as informações constantes do Anexo A deste Regulamento de Listagem. Eventuais alterações subsequentes em relação aos eventos programados deverão ser enviadas à BM&FBOVESPA e divulgadas imediatamente.**</p>
<p>Contratos com o Mesmo Grupo. A Companhia deve enviar à BM&FBOVESPA e divulgar informações de todo e qualquer contrato celebrado entre a Companhia e sua(s) Controlada(s) e Coligada(s), seus Administradores, seu Acionista Controlador, e, ainda, entre a Companhia e sociedade(s) Controlada(s) e Coligada(s) dos Administradores e do Acionista Controlador, assim como com outras sociedades que com qualquer dessas pessoas integre um mesmo grupo de fato ou de direito, sempre que for atingido, num único contrato ou em contratos sucessivos, com ou sem o mesmo fim, em qualquer período de um ano, valor igual ou superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) ou valor igual ou superior a 1% (um por cento) sobre o patrimônio líquido da Companhia, considerando-se aquele que for maior.</p>

* Deverá ser iniciada, no máximo, 6 (seis) meses após a obtenção pela Companhia da autorização para negociar no BOVESPA MAIS.

** Caso o pedido de autorização para negociação no BOVESPA MAIS ocorra após o prazo estipulado, a Companhia deverá apresentar à BM&FBOVESPA e divulgar o seu Calendário Anual de eventos corporativos até o dia anterior ao início da negociação.