

SERÃO AS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA COMPLEMENTO OU SUBSTITUTO DA REGULAMENTAÇÃO IMPOSTA À INDÚSTRIA BANCÁRIA?

AUTORES

TIAGO ALVES COSTA

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
tiagomestreadm@hotmail.com

RUBENS FAMÁ

Universidade de São Paulo
rfama@usp.br

JOSÉ ODÁLIO DOS SANTOS

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
j.odalio@pucsp.br

RESUMO

O presente trabalho procura verificar se as práticas de governança corporativa, através de suas regulamentações, contribuem para a criação de valor na indústria bancária. É de se esperar que com a proteção que as normas de governança corporativa oferecem, ocorra uma redução do risco percebido pelos investidores, o que geraria uma maior procura pelos títulos resultando em um aumento anormal dos retornos dos mesmos. A metodologia utilizada foi o estudo de evento que analisou a presença de retornos anormais nas datas próximas à entrada dos bancos (Itaú S.A e Bradesco S.A) no Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bovespa. Os dados na janela de evento foram obtidos utilizando a regressão dos mínimos quadrados ordinários, e em seguida, foram analisados utilizando análises estatísticas como o teste de normalidade da distribuição, e teste t. Os resultados mostraram a ausência de retornos anormais na janela de evento. O trabalho conclui que, em parte, tal ausência é devida à existência histórica de rígida regulamentação na indústria bancária, o que reflete na maior transparência e gera condições de um monitoramento de suas decisões de investimentos e financiamentos para o mercado investidor.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Indústria Bancária, Bancos, Estudo de Evento.

WILL BE THE GOOD PRACTICES OF CORPORATE GOVERNANCE COMPLEMENT OR SUBSTITUTE OF THE REGULATION IMPOSED TO THE BANK INDUSTRY?

ABSTRACT

This paper work seeks to assure that the practical of corporate governance through its regulations, it contributes for the creation of value in the banking industry.

The good practices of corporate governance seek to assure the reduction of the risk that the investor assumes thus it would have a higher seek that would create abnormal returns in the stocks of the firm. This paper work tries to find that abnormal return in the stocks. The methodology used, was the event study that analyzed the presence of abnormal returns in the dates close by the ingress of the banks (Itaú S.A and Bradesco S.A) in Index of Corporate Governance (IGC) of the São Paulo Stock Exchange (or Bovespa). The data were obtained using regression with ordinary least squares and were analyzed beyond statistical analysis like normality test and t-test. The results had shown the absence of abnormal returns in the event

window. The work concludes that, in part, such absence must be due to the historical existence of rigid regulation in the banking industry what reflects in the greatest transparency and it generates conditions of monitoring its decisions of investments and financings for the investing market.

1. INTRODUÇÃO

A governança corporativa é um conjunto de ferramentas que visa proteger a empresa e seus acionistas, na medida em que restringe as decisões tomadas por seus gestores e, assim, diminui o risco da companhia.

Nesse contexto, Jensen e Meckling (1976) modelaram matematicamente o conceito de teoria de agência. Eles afirmam que algum grau de separação entre propriedade e controle gera conflito entre os gestores e os acionistas, e que esse conflito causa um custo conhecido como custo de agência. A governança corporativa é uma ferramenta que minimiza esses conflitos, uma vez que ela garante um alinhamento maior das decisões dos executivos com o objetivo da empresa, que é aumentar a riqueza de seus acionistas. As boas práticas de governança corporativa atuam de forma a proteger o supridor de capital próprio ao alinhar os interesses dos executivos com os acionistas,

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade e, através da redução de seu risco, facilitar seu acesso ao capital.

Santos e Pedreira (2004) comprovaram em pesquisa essa redução de risco, apontando o declínio do beta das ações do setor de papel e celulose em relação ao índice IBrX.

É de se esperar que com a diminuição do risco, os títulos da companhia fiquem mais atraentes ao olhar dos investidores e, como resultado, que sua procura venha a aumentar. Esse raciocínio não é apenas intuitivo, mas também é científico, uma vez que as teorias que envolvem modelos de precificação de ativos assumem que os investidores são avessos ao risco. Com isso, é de se esperar que os investidores, ao preferirem os títulos de menor risco e retornos equivalentes, irão procurar mais os títulos das companhias que praticam as boas práticas de governança corporativa previstas no código do IBGC.

Com o aumento da procura dos títulos da companhia, poderá ocorrer um retorno anormal de seus títulos, ou seja, o aumento da procura irá pressionar os preços dos ativos de tal forma que a evolução de seus preços irá acelerar mais rapidamente do que antes. Nakayasu (2006) evidenciou tal dinâmica quando verificou que o mercado gerou retorno anormal nos títulos das empresas quando estas anunciaram que iriam adotar as boas práticas de governança corporativa e entrar para o Índice de Governança Corporativa (IGC) da Bovespa.

Os Bancos são intermediadores financeiros e, por isso, possuem uma natureza especial, pois promovem o fluxo de capital entre aqueles que o possuem (poupadores) e aqueles que precisam (tomadores). Isso os colocam numa posição indispensável para o desenvolvimento econômico de qualquer região, pois, permitem através dos financiamentos, o desenvolvimento dos agentes produtores (indústrias e serviços) e, ainda, remunera aqueles que detêm recursos (SAUNDERS,2000, p. 80-81). Dessa forma, para proteger o desenvolvimento econômico os Bancos também são protegidos por uma série de agências e normas que visam diminuir o risco do setor.

John, Mehran e Qian (2003, p. 1-3.) dizem também que os Bancos são diferentes das indústrias não regulamentadas e, por isso, os governos, os investidores e os depositantes têm atenção especial em seu desempenho.

Por considerar a importância da regulamentação, o objetivo deste trabalho é verificar se as boas práticas de governança corporativa contribuíram para a geração de retornos anormais aos dois principais Bancos privados brasileiros (Bradesco e Itaú), logo após a migração de seus papéis para o Índice de Governança Corporativa (IGC).

Para fundamentar teoricamente o assunto, o artigo aborda a teoria de agência e a governança corporativa, destacando os níveis de governança corporativa, o índice de governança corporativa e estudos anteriores relacionando governança corporativa e preço das ações.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Teoria de Agência

Segundo Jensen e Meckling (1976), a teoria de agência consiste numa relação entre os acionistas (principais) e os administradores (agentes), que se inicia no momento da separação entre propriedade e controle. A teoria afirma que os agentes são pagos pelos principais para agir em seus interesses. Todavia, ocorrerá que os agentes poderão agir em benefício próprio e tomar decisões que não maximizem a riqueza do acionista, o que resultará em expropriação (parcial ou total) de suas riquezas.

Na tentativa de resolver esse conflito e encontrar um ponto de equilíbrio que satisfaça os interesses dos acionistas e dos administradores são criados mecanismos internos e externos de monitoramento gerencial, que envolvem custos de implementação e manutenção periódica. Mesmo com esse investimento, pode-se acrescer um custo de perda (ou perda residual), devido ao fato de se conseguir monitorar todas as decisões de investimentos e financiamentos tomadas pelos gestores. Com isso, poderão ocorrer perdas e expropriação de riqueza, mesmo que em níveis mínimos.

Por possuírem custos, esses mecanismos de implementação e monitoramento de resultados, inicialmente contribuem para a redução dos retornos sobre investimentos da empresa. Explicando de uma outra forma, eles trazem benefícios na medida em que evitam a expropriação de riqueza, mas também contribuem para a redução dos retornos de riqueza ao acionista, sob a ótica de curto prazo.

Além de prever o conflito de agência entre os gestores e os acionistas, Jensen e Meckling (1976) também previram o conflito de agência entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Os acionistas majoritários, que também detém o controle da empresa, através de suas decisões também podem expropriar a riqueza do minoritário que, segundo os autores, ocorrerá através de benefícios não pecuniários. Por exemplo, os acionistas majoritários, podem adquirir um carro para uso empresarial e expropriá-lo para uso pessoal. Dessa forma, parte do valor de tal carro que foi financiada pelos acionistas minoritários (que não detém o controle) foi expropriada pelos acionistas majoritários.

Di Miceli (2002, p. 31-32) afirma que a forma de conflito de agência no Brasil ocorre entre acionistas controladores e não controladores devido à concentração de propriedade acionária, diferente de países anglo-saxões que possuem tal propriedade pulverizada. O autor afirma que no Brasil a maioria das companhias emitem cerca de 46% de ações com direito à voto e o restante do capital são de ações preferenciais. Dessa forma, basta que o controlador adquira 50% mais uma das ações que dão direito à voto, para ter prioridade na tomada de decisões da empresa.

2.2 Governança Corporativa

Shleifer e Vishny (1997, p. 55) afirmam que o objetivo da governança corporativa é lidar com o problema de agência que ocorre com a separação entre propriedade e controle. Essa separação coloca o investidor em uma posição mais delicada na empresa, porque muitas vezes ele não tem o conhecimento necessário para lidar com as situações operacionais. Assim, inicialmente fica a mercê das decisões do administrador que, se não tomar as melhores decisões de investimento e financiamento, reduzirá sua riqueza patrimonial e financeira.

Mesmo que ele (acionista majoritário) disponha de conhecimentos, muitas vezes poderá ter sua riqueza expropriada pelo acionista controlador devido às características do mercado acionário brasileiro.

Para impedir que o investidor saia do investimento, ou ainda, para impedir que ele não invista, é necessário protegê-lo. E é protegendo o investidor que as boas práticas de governança corporativa lidam com o problema de agência. Seu papel é defendido pelo próprio IBGC, ao afirmar que o objetivo das boas práticas de governança corporativa é assegurar aos sócios equidade, transparência, prestação de contas (accountability) e responsabilidade pelos resultados. Essa posição também é defendida em um nível global por La Porta, Shleifer, Lopez-Desilanes e Vishny (2000, p. 1.) ao afirmarem que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que visa proteger o investidor externo dos administradores, e até mesmo dos investidores internos.

O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) criou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa em maio de 1999. Um de seus objetivos é ser um documento de natureza didática, que se preste a esclarecer os agentes de mercado sobre as recomendações e conceitos mais relevantes à governança. O Código, dividido em seis capítulos, aborda não somente o Conselho de Administração, mas também temas relativos a propriedade/acionistas, gestão, auditoria independente, Conselho Fiscal e conflito de interesses.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 15), Merton e Bodie (1999, p.171) e Brigham e Ehrhardt (2006, p. 10) apontam que a maioria das empresas de capital aberto têm o objetivo de gerar valor para seus acionistas. E as boas práticas de governança corporativa representam uma ferramenta para alcançar tal geração de valor.

2.3 Níveis de Governança Corporativa

Em 26 de julho de 2001 a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou um projeto que incentiva as boas práticas de governança corporativa dividindo-as em níveis diferenciados.

Esses níveis representam companhias que adotam as boas práticas de governança corporativa referente à cada nível. Existem dois níveis: o Nível 1 que representa práticas que prevêm melhorias na prestação de informações ao mercado, e o Nível 2 que além das obrigações do Nível 1, adota outras práticas e direitos adicionais aos acionistas minoritários.

2.3.1 Requisitos para a Inclusão no Nível 1 de Governança Corporativa

- ◆ A empresa tem que ter *free float* (parcela de ações em circulação no mercado) de, pelo menos, 25%;
- ◆ Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- ◆ Melhoria das informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- ◆ Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo negociação de ativos da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- ◆ Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options* e;
- ◆ Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

2.3.2 Requisitos para a Inclusão no Nível 2 de Governança Corporativa

Além de todas as exigências das companhias listadas no Nível 1, uma companhia listada no Nível 2 deverá cumprir:

- ◆ Mandato unificado de 1 ano para todo Conselho de Administração;
- ◆ Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;

- ◆ Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- ◆ Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformações, incorporação, cisão, fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- ◆ Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação neste Nível e;
- ◆ Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

2.4 Novo mercado

Sua principal inovação é a proibição de ações preferenciais, ou seja, todo o patrimônio líquido da companhia deve ser dividido em um único tipo de ação que dá direito à voto. Para uma companhia entrar nesse segmento ela deve atender aos requisitos das boas práticas de governança corporativa definidas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Essas boas práticas podem ser resumidas em de acordo com Santos e Pedreira (2004):

- ◆ Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- ◆ Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% de todo capital;
- ◆ Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- ◆ Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- ◆ Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- ◆ Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- ◆ Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no novo mercado e;
- ◆ Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Alguns desses compromissos ainda devem ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social, e um contrato entre a empresa e a BOVESPA deve ser assinado para fortalecer o cumprimento de tais compromissos.

2.5 Índice de Governança Corporativa (IGC)

A fim de evidenciar as empresas que participam dos níveis diferenciados de governança corporativa, a BOVESPA criou o Índice de Ações com Governança Corporativa diferenciada (IGC), que visa medir o desempenho dos títulos de tais empresas. A entrada ao índice só é permitida se a empresa aderir ao novo mercado, ou aos níveis diferenciados, e não possuir liquidez muito baixa.

A ponderação do índice é dada pela multiplicação do valor de mercado da ação pelo seu respectivo fator de governança, que varia de um para a companhia listada no Nível 1, dois para a companhia listada no Nível 2 e dois e meio para a companhia listada no Novo

Mercado. A participação de uma empresa na composição do índice não pode exceder à 20% e, se isso ocorrer, ajustes serão feitos para adequar o peso do papel no índice. A base foi fixada em 1.000 pontos para a data de 25 de junho de 2001. O índice será reavaliado a cada quadrimestre, ou seja, três vezes por ano a fim de se verificar ações que não estejam atendendo a critérios mínimos de liquidez e o grau de participação no índice.

A metodologia do cálculo do IGC é a seguinte:

$$IGC_{(t)} = IGC_{(t-1)} \frac{\sum_{i=1}^n Q_{it-1} P_{it-1}}{\sum_{i=1}^n Q_{it-1} P_{it-1}} \quad (1)$$

Onde:

$IGC_{(t)}$ = valor do índice no dia t ; $IGC_{(t-1)}$ = valor do índice no dia $t - 1$; n = número integrante da carteira teórica de ações; Q_{it-1} = quantidade teórica da ação i disponível na negociação no dia $t - 1$; P_{it} = preço da ação i no fechamento do dia t ; P_{it-1} = preço da ação i no dia $t - 1$.

2.6 Estudos anteriores relacionando Governança Corporativa e Preço de Ações

Na Europa, estudos feitos por Drobetz, Schillohfer, Zimmermann (2003), analisaram a influência da governança corporativa sobre as ações das empresas entre 1998 e 2002, e os resultados apontaram que as empresas bem governadas obtiveram resultados anuais 16,4% maiores em relação às empresas com pouca ou nenhuma governança corporativa.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) mostraram que nos Estados Unidos as empresas bem governadas obtêm resultados mais expressivos, tanto no desempenho financeiro quanto no preço de suas ações em relação àquelas consideradas com práticas de governança não adequadas.

No Brasil, Santos e Pedreira (2004) analisaram os efeitos da governança corporativa sobre a valorização das ações das empresas do setor de papel e celulose e chegaram à conclusão da existência de uma tendência de valorização para as empresas desse setor, que entraram nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Nakayasu (2006) mostra que o anúncio da entrada no IGC é bem vista pelo mercado e precificada positivamente. No trabalho ele utiliza a metodologia do estudo de evento e verifica a presença de retornos anormais para as empresas listadas no IGC, quando elas anunciam a sua entrada.

3. METODOLOGIA

Como o objetivo do trabalho é averiguar a existência de retornos anormais e sua absorção dada uma informação pública, a metodologia utilizada será o estudo de evento apresentado por Campbell e Mackinlay (1997). Essa metodologia consiste em sete passos conforme descritos na Figura 1:

Figura 1: Etapas de um estudo de evento.



Fonte: Elaborada pelos autores

Os seis primeiros passos serão apresentados dentro da metodologia e o último passo será apresentado no item “considerações finais” deste artigo.

3.1 Definição do Evento e Janela de Evento

O evento analisado foi a entrada dos Bancos no Índice de Governança Corporativa (IGC). As datas de ocorrência (data zero) foram definidas como o dia em que as ações das empresas começaram a ser cotadas no IGC. A janela de evento utilizada foi de 5 dias antes e depois à data zero para a observação do evento. Isso deu um período de 11 dias (5 dias antes, 5 depois e o dia da data zero).

3.2 Critérios de Seleção da Amostra.

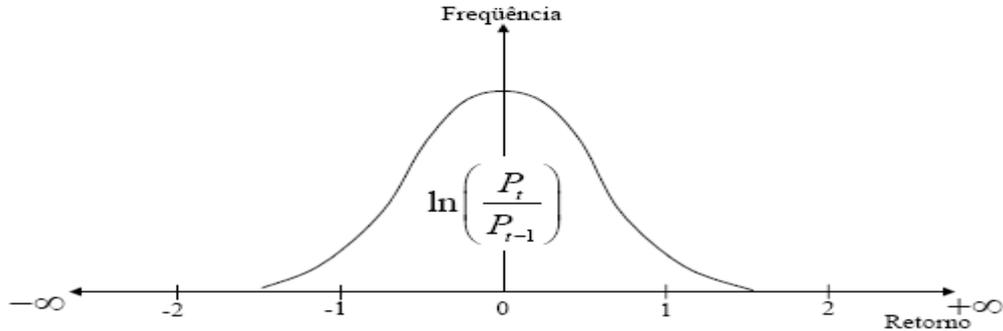
A amostra consiste de dois Bancos, o Itaú e o Bradesco. Não foram considerados as *holdings* financeiras (Itaú S.A e Bradespar S.A) sob pena de elas viciarem os resultados, uma vez que tendem a possuir o mesmo comportamento dos respectivos Bancos. Somente esses dois Bancos foram selecionados, por considerar-se que dominam o mercado de bancos privados no Brasil e por apresentarem resultados e porte muito aproximados. O Unibanco foi excluído da amostra porque possui liquidez muito baixa em todos os títulos negociados (UBBR3, UBBR4 e UBBR11), com muitos dias sem negociação nas datas próximas à sua entrada no IGC.

As cotações do IBOVESPA e das ações foram obtidos do site da própria Bovespa. No cálculo do retorno das ações foram consideradas as cotações médias diárias em Real. Para cada empresa, foi escolhido apenas um título (ON ou PN) e o critério de seleção foi a liquidez. Os títulos escolhidos foram ITAU4 e BBDC4.

3.3 Retornos Normais e Anormais

Os retornos normais do IBOVESPA e das ações foram obtidas através da capitalização contínua (logarítmica). Essa forma se faz necessária, pois, segundo Soares, Rostagno e Soares (2002) ela transforma a distribuição dos retornos em algo próximo a uma normal simétrica em relação a zero o que é um dos pré-requisitos necessários para efetuar os testes paramétricos (regressão e teste t) que será descrito à frente. A Figura 2 ilustra a simetria em torno de zero utilizando o logaritmo natural da curva normal, bem como a equação para se obter tais retornos.

Figura 2 - Distribuição dos retornos utilizando o logaritmo natural da curva normal.



Fonte: Barbosa, de Camargos (2003).

Os retornos normais, caso o evento não ocorresse (retornos esperados), são obtidos através do modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado (Modelo de Mercado). É um modelo conhecido por estabelecer uma relação linear entre o retorno observado com um portfólio de mercado. No caso deste trabalho, a relação linear estabelecida é através dos mínimos quadrados e o portfólio de mercado considerado é o IBOVESPA. Dessa forma os retornos normais são obtidos produzindo uma regressão entre os retornos observados e o IBOVESPA dentro da janela de estimação e em seguida são projetados na janela de evento.

A fórmula para a obtenção dos retornos esperados é:

$$E(R_i) = a_i + \beta_i R_{m_t} \quad (2)$$

Sendo:

R_i = retorno observado da ação i no período t ; R_{m_t} = retorno observado do IBOVESPA no período t , sendo este termo considerado o estimador para $E(R_{m_t})$; a_i e β_i parâmetros OLS (*Ordinary Least Squares* – OLS) ou mínimos quadrados ordinários individuais a serem estimados, que, de acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), devem ser calculados fora da janela de evento, para evitar influências no seu desempenho normal.

Como R_i e R_{m_t} tem uma distribuição próxima a de uma normal (que foi obtida através do uso do logaritmo natural da curva normal), a_i e β_i podem ser estimados de acordo com:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_{m_t})}{Var(R_{m_t})} \quad (3)$$

$$a_i = E(\overline{R_i}) - \beta_i E(\overline{R_m}) \quad (4)$$

Obtendo-se os retornos normais caso o evento não ocorresse, pode se facilmente obter os retornos anormais comparando os retornos observados com os retornos normais. Para tanto se utiliza o seguinte raciocínio explicitado pela fórmula:

$$AR_i = R_i - E(R_i) \quad (5)$$

sendo:

AR_i = retorno anormal, R_i = retorno observado e $E(R_i)$ = retorno normal esperado caso o retorno não ocorresse.

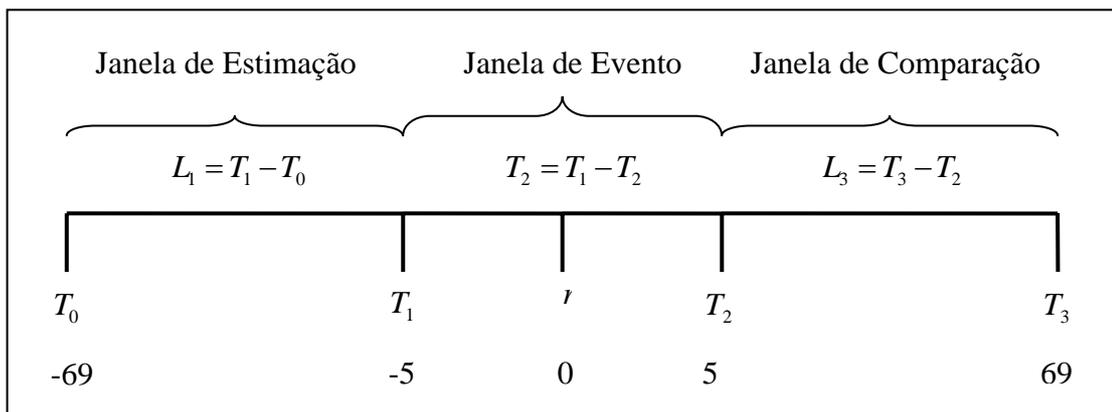
De outra forma, a partir da equação 4 os retornos anormais são obtidos subtraindo dos retornos observados os retornos normais dadas as estimativas a_i e β_i :

$$AR_i = R_i - (a_i + \beta_i R_{m_i}) \quad (6)$$

3.4 Procedimento de Estimação

Para o procedimento de estimação foi considerada uma janela de estimação de 49 (-49) dias anterior á janela de eventos. E para a janela de comparação foram utilizado 49 (+49) após a janela de eventos. Dessa forma o período todo fica descrito na Figura 3:

Figura 3 - Linha de tempo da pesquisa



Fonte: Adaptada de Campbell, Lo e Mackinlay, 1997, p. 157.

Assim, o período todo de estudo fica compreendido com 140 dias de negociação, dos quais, 64 na janela de estimação, 5 *ex ante* e 5 *ex post* e mais um que é a data zero r , e ainda 64 dias na janela de comparação. As janelas de estimação e de evento não são sobrepostas porque, segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997; p.158), se houvesse a sobreposição, o evento poderia alterar os retornos normais enviesando os resultados da pesquisa.

3.5 Procedimento de Teste

Antes de se testar se há a presença de retorno anormal, é necessário acumular os retornos de acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997). Como o objetivo é verificar se o evento gerou retorno anormal no mercado como um todo é necessário acumular os retornos anormais no tempo e no título. A acumulação no tempo é dada pela seguinte fórmula:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_i \quad (7)$$

sendo:

$CAR_i(t_1, t_2)$ = retorno anormal acumulado (*Abnormal Cumulative Return*) no título i .

Em seguida deve se acumular no título pelo seguinte procedimento:

$$\overline{CAR}_t(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (8)$$

sendo:

$\overline{CAR}_t(t_1, t_2)$ = a média dos retornos acumulados para uma data t .

Porém subtrair as duas médias (janela de evento menos janela de comparação) não é o suficiente, é necessário haver significância estatística na operação. Para tanto, foi realizado um teste estatístico que depende da análise da distribuição dos retornos anormais. Tal análise consiste em verificar se há a possibilidade de a distribuição ser uma curva normal, ou não - o teste utilizado é o do Shapiro-Wilk. Caso o resultado indique que é possível considerar a distribuição dos retornos anormais como uma curva normal, então o trabalho irá proceder com o teste t para a média de uma amostra. Esse teste compara a média da variável $\overline{CAR}_{t_2}(t_1, t_2)$ com uma média teórica que neste caso é igual a zero, pois, esta é a média que ilustra a ausência de retorno anormal.

O teste de hipótese subjacente é:

$$H_0 : \overline{CAR}_{t_2}(t_1, t_2) = \mu \Leftrightarrow H_1 : \overline{CAR}_{t_2}(t_1, t_2) \neq \mu \quad (9)$$

onde:

μ = a média teórica da população.

E a estatística do teste t é:

$$t = \frac{\overline{CAR}_{t_2}(t_1, t_2) - \mu}{\left(\frac{\sigma}{\sqrt{N}} \right)} \quad (10)$$

A hipótese nula (H_0) é a de que os retornos anormais acumulados da janela de evento são iguais a zero, indicando que não houve retornos anormais. A hipótese H_1 é a de que os retornos são diferentes de zero, ou seja, deve se rejeitar a hipótese nula e aceitar a média que o teste fornece.

Caso não haja a possibilidade de considerar a distribuição anormal acumulada na janela de evento como uma curva normal, então é testada a normalidade dos retornos observados na janela de evento e na janela de estimação. Se o resultado permitir considerar a distribuição das duas janelas como uma distribuição normal, o trabalho irá proceder com um teste t para duas amostras independentes. É importante notar que nesta fase não será utilizada os retornos anormais acumulados na janela de evento, mas sim os retornos observados acumulados na janela de evento.

O teste de hipótese subjacente é:

$$H_0 : \overline{CAR}_{t_1}(t_1, t_2) = \overline{CAR}_{t_2}(t_1, t_2) \Leftrightarrow H_1 : \overline{CAR}_{t_1}(t_1, t_2) \neq \overline{CAR}_{t_2}(t_1, t_2)$$

E a estatística do teste t é:

$$t = \frac{\overline{CAR}_{t_{L_1}}(t_1, t_2) - \overline{CAR}_{t_{L_2}}(t_1, t_2)}{\sqrt{s^2 \times \left(\frac{1}{N_1} - \frac{1}{N_2} \right)}} \quad (11)$$

Caso não seja possível considerar as duas distribuições como uma curva normal, então será necessário fazer o teste não paramétrico de Mann-Whitney. Tal teste não trabalha com as medidas de centro e de dispersão como os testes t. Seu objetivo é verificar se as distribuições analisadas podem ser consideradas como extraídas da mesma população. A hipótese nula é a que considera os valores dos retornos observados acumulados na janela de evento (diferente dos retornos anormais acumulados) iguais aos retornos observados acumulados da janela de estimação.

3.6 Resultados

Todos os testes estatísticos foram executados com o software estatístico SPSS versão 13.0. As tabelas contendo os dados foram feitas em Excel (conteúdo do Microsoft Office 2003). Para efeito de cálculo foram utilizadas todas as casas decimais que o SPSS trabalha.

Primeiro se calculou os retornos de acordo com o método de capitalização contínua dentro da janela de estimação. Os dados resumidos (apenas com os três primeiros e os três últimos dias da janela de estimação) estão apresentados na Tabela 1.

Tabela 1: Retornos (resumidos) do BBDC4, ITAU4 e IBOVESPA Capitalizados.

Período	Data	Bradesco S.A (BBDC4)		Banco Itaú (ITAU4)		Índice Bovespa (IBOVESPA)	
		Preço médio	Retornos - Capitalização Contínua (LNBBDC4)	Preço médio	Retornos - Capitalização Contínua (LNITAU4)	Média do Índice	Retornos - Capitalização Contínua (LNIBOV)
	4/10/2001	13,01		12,97		10177,00	
-69	3/10/2001	13,08	0	12,91	0	10271,50	0,01
-68	2/10/2001	13,26	0,01	13,2	0,02	10427,00	0,01
-67	1/10/2001	13,19	0	13,58	0,03	10493,50	0,01
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
-8	06.07.01	14,41	0,03	14,84	0,02	13920,00	0,01
-7	05.07.01	14,69	0,02	14,95	0	14110,50	0,01
-6	04.07.01	14,87	0,01	15,34	0,03	14189,00	0,01

Fonte: Elaborada pelos autores

Após o cálculo dos retornos capitalizados, faz se necessário obter a regressão dos mínimos múltiplos quadrados. Os resultados são mostrados abaixo na Tabela 2 para o Bradesco e em seguida na Tabela 3 para o Itaú.

Tabela 2: Regressão linear (LNBBDC4)

Dependent Variable: LNBBDC4

Equation	Model Summary					Parameter Estimates	
	R Square	F	df1	df2	Sig.	Constant	b1
Linear	,668	124,935	1	62	,000	-,003	,970

The independent variable is LNIBOV.

Fonte: Elaborada pelos autores

Tabela 3: Regressão linear (LNITAU4)

Dependent Variable: LNITAU4

Equation	Model Summary					Parameter Estimates	
	R Square	F	df1	df2	Sig.	Constant	b1
Linear	,560	78,892	1	62	,000	-,002	,997

The independent variable is LNIBOV

Fonte: Elaborada pelos autores

Assim sendo, as equações para o cálculo dos retornos esperados dentro da janela de evento ficam assim definidas (lembrando que os cálculos foram feitos com todas as casas decimais com que o SPSS trabalha o que não são necessariamente as três casas decimais mostradas):

$$E(R_{LNBBDC4_{evento}}) = a_{LNBBDC4} + (\beta_{LNBBDC4} \times R_{IBOVESPA_{evento}}) \quad (12)$$

ou:

$$E(R_{LNBBDC4_{evento}}) = -0,003 + (0,970 \times R_{IBOVESPA_{evento}}) \quad (13)$$

e

$$E(R_{LNITAU4_{evento}}) = a_{LNITAU4} + (\beta_{LNITAU4} \times R_{IBOVESPA_{evento}}) \quad (14)$$

ou:

$$E(R_{LNBBDC4_{evento}}) = -0,002 + (0,997 \times R_{IBOVESPA_{evento}}) \quad (15)$$

De acordo com o apresentado acima, o cálculo dos retornos anormais dentro da janela de evento são feitos de acordo com as fórmulas abaixo:

$$AR_{LNBBDC4_{evento}} = R_{LNBBDC4_{evento}} - (-0,003 + (0,970 \times R_{IBOVESPA_{evento}})) \quad (16)$$

e

$$AR_{LNBBDC4_{evento}} = R_{LNITAU4_{evento}} - (-0,002 + (0,997 \times R_{IBOVESPA_{evento}})) \quad (17)$$

A Tabela 4 mostra os retornos anormais dentro da janela de evento calculados de acordo com as fórmulas acima.

Tabela 4: Retorno observado, esperado e anormal para Bradesco S.A e Banco Itaú S.A dentro da janela de evento

Período	Data	LNBBDC4			LNITAU4		
		Retorno Observado (a)	Retorno Esperado (b)	Retorno Anormal (a - b)	Retorno Observado (a)	Retorno Esperado (b)	Retorno Anormal (a - b)
-5	03.07.01	0,02	0,03	-0,01	0,03	0,03	0
-4	02.07.01	0,01	0	0,01	0,03	0	0,03
-3	29.06.01	-0,02	-0,01	-0,01	0	-0,01	0,01
-2	28.06.01	0	-0,01	0,01	-0,05	-0,01	-0,04
-1	27.06.01	0	0,01	-0,01	0	0,01	-0,01
0 (r)	26.06.01	0	0	0	0,02	0	0,02

1	25.06.01	0	0,01	-0,01	0,02	0,01	0,01
2	22.06.01	0	0,02	-0,02	-0,01	0,02	-0,03
3	21.06.01	-0,01	-0,02	0,01	-0,01	-0,02	0,01
4	20.06.01	-0,02	-0,01	-0,01	-0,06	-0,01	-0,05
5	19.06.01	0	-0,01	0,01	-0,01	-0,01	0

Fonte: Elaborada pelos autores

Após o procedimento de cálculo dos retornos anormais é necessário acumula-los como descrito anteriormente. A Tabela 5 mostra os retornos anormais acumulados (no título e no tempo) na janela de evento.

Tabela 5: retornos acumulados no título e no tempo para a janela de evento

Período	Data	LNBBDC4		LNITAU4		Retorno Anormal Acumulado no título e no tempo (CAR) média (a;b)
		Retorno Anormal	Retorno Anormal Acumulado no título (CAR) (a)	Retorno Anormal	Retorno Anormal Acumulado no título (CAR) (b)	
-5	03.07.01	-0,01	-0,01	0	0	-0,005
-4	02.07.01	0,01	0	0,03	0,03	0,015
-3	29.06.01	-0,01	-0,01	0,01	0,04	0,015
-2	28.06.01	0,01	0	-0,04	0	0
-1	27.06.01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
0 (r)	26.06.01	0	-0,01	0,02	0,01	0
1	25.06.01	-0,01	-0,02	0,01	0,02	0
2	22.06.01	-0,02	-0,04	-0,03	-0,01	-0,025
3	21.06.01	0,01	-0,03	0,01	0	-0,015
4	20.06.01	-0,01	-0,04	-0,05	-0,05	-0,045
5	19.06.01	0,01	-0,03	0	-0,05	-0,04

Fonte: Elaborada pelos autores

Em seguida se faz necessário a execução do teste estatístico de normalidade para os retornos acumulados no título e no tempo dentro da janela de evento. O Teste de normalidade de Shapiro-Wilk apresentou os seguintes resultados:

Tabela 6: Teste de normalidade do retorno anormal acumulado da janela de evento

	Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.
Car médio (ITAU4 e BBDC4)	,921	11	,331

Fonte: Elaborada pelos autores

O resultado de significância de 0,331 não permite rejeitar a hipótese nula que considera a distribuição uma distribuição normal. Dessa forma, faz-se necessário proceder com o teste t (teste de média) de uma amostra. Esse teste compara a média obtida dos retornos anormais acumulados na janela de evento com uma média teórica, que no caso em estudo é igual a zero, pois, zero é o número que corresponde à ausência de retornos anormais. O resultado do teste está apresentado na Tabela 7.

Tabela 7: Teste t para a média de uma amostra

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Car médio (ITAU4 e BBDC4)	-1,669	10	,126	-,01000	-,0234	,0034

Fonte: Elaborada pelos autores

O resultado da significância estatística igual a 0,126 não permite rejeitar a hipótese nula de que a média dos retornos anormais acumulados na janela de evento é igual a zero. Isto sugere que o mercado estava relativamente satisfeito com a qualidade e tempo de disponibilização das informações disponibilizadas pelos Bancos pesquisados e, assim, conseguia conduzir suas decisões de investimentos e financiamentos. Mais além, este mesmo mercado recebe as novas regras da governança corporativa como um complemento das normas rígidas então existentes.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo procurou averiguar se a adoção das boas práticas de governança corporativa gerou retornos anormais na indústria bancária por ser bem vista aos olhos do mercado.

Os resultados mostraram que não houve retornos anormais na janela de evento, ou seja, não se pode considerar que a adoção das boas práticas de governança corporativa evidenciadas pela participação nos níveis diferenciados de governança corporativa (participação no IGC) geram retornos anormais e positivos pelo mercado. Em outras palavras, o mercado não precificou significativamente as boas práticas de governança corporativa adotadas pelos bancos.

Tal resultado não pode ser entendido como falta de uma postura positiva diante de tais práticas, mas pode ser entendido como práticas redundantes quando adotadas por bancos brasileiros, uma vez que estes já possuem uma série de regulamentações que historicamente vem garantindo satisfatórios níveis de transparência e segurança para o mercado investidor.

John, Mehran e Qian (2003) colocam a questão se a regulamentação do setor bancário é um complemento ou um substituto para as boas práticas de governança corporativa. No caso brasileiro como a rígida regulamentação precede a consolidação das boas práticas de governança corporativa, pode-se assumir tratar-se de regras de disciplina complementares as já existentes, com o intuito de agilizar ainda mais a apresentação das principais informações de investimentos e financiamentos a todos os agentes supridores de capital (ex.: entidades governamentais, instituições financeiras, fornecedores, clientes, acionistas, debenturistas, funcionários etc.).

BIBLIOGRAFIA

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. *Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*. Versão Posterior à lei 10.303 e ICVM 358. Maio, 2002a.

_____. – Bolsa de Valores de São Paulo. *Novo Mercado*. Versão posterior à lei 10.303 e ICVM 358. Maio, 2002b.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Principles of Corporate Finance*. 7. ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2003.

- BARBOSA, F. V.; DE CAMARGOS, M. A. *Estudos de evento: teoria e operacionalização*. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 10, nº. 3, p. 01-20, julho/setembro 2003.
- BRIGHAM, E. F., EHRHARDT, M. C. *Administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2006, 1.044 p.
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The econometrics of financial markets*. 2.ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997. 611 p.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499 p.
- COPELAND, T. E.; WESTON, F. J. *Financial Theory and Corporate Policy*. 3.ed. New York: Addison-Wesley Publishing Company, 1992.
- DI MICELI, A. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002.
- SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. *Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose*. Administração em diálogo. São Paulo: n.6, p. 87-99, novembro, 2004.
- DROBETZ, W.; SCHILLOHFER, A.; ZIMMERMANN, H. *Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany*. European Financial Management (EFM), January 2003. p. 1-36.
- FAMA, E. F. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. Journal of Finance. Cambridge, v. XXV, p. 383-417, maio, 1970.
- FAMÁ, R.; BRUNI, A. L. *Eficiência, Previsibilidade dos Preços e Anomalias em Mercados de Capitais: Teoria e Evidência*. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo: v. 1, n. 7, abril/junho, 1998.
- GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. *Corporate governance and equity prices*. The Quarterly Journal of Economics, n.118, p. 107-155, 2003.
- GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em <<http://ibgc.org.br>>. Acesso em: maio 2005.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v. 3, n.4, p.305-360, 1976.
- JOHN, K.; MEHRAN, H.; e QIAN, Y. *Regulation, Subordinated Debt and Incentive Features of CEO Compensation in The Bank Industry*. New York University - Department of Finance , Federal Reserve Bank of New York and University of Iowa - Department of Finance. Fevereiro de 2004. New York.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DESILANES, F.; VISHNY, R. *Investor protection and corporate governance*. Journal of Financial Economics, Amsterdam: North Holland, v. 58, p. 3-27, Oct. 2000.
- MERTON, R. C.; BODIE, Z. *Finanças*. Porto Alegre: bookman, 1999. 436 p.
- NAKAYASU, G. B. *O Impacto do Anúncio e da Adesão das Ações aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2006.
- ROBERTS, H. *Stock market 'patterns' and financial analysis: methodological suggestions*. Journal of Finance, março.
- SAUNDERS, A. *Administração de instituições financeiras*. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2000. 663 p.
- SHLEIFER, A. VISHNY, R. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, Chicago: American Finance Association, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. *Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal*. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVI, *Anais...* Salvador: ANPAD, set. 2002. 14 p.

VAN HORNE, J. C. *Financial management and policy*. 10 ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995.