



Adrs e Governança Corporativa: um Estudo de Evento sobre o Comportamento das Ações Negociadas no Brasil

Autora: Mirian Albert Pires

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo a verificação da influência do anúncio do lançamento e do lançamento de ADRs e a adoção de práticas de governança corporativa da BOVESPA sobre o retorno anormal das ações negociadas no Brasil. Para a realização dessa pesquisa, foi efetuado um estudo de evento da data de divulgação e emissão desses ativos, utilizando um período de 150 dias com pré-evento e 150 dias com pós evento, foi ainda utilizado um período de 60 dias antes do período pré-evento para determinação dos coeficientes. Também foi realizada pesquisa bibliográfica e documental e o estudo pode ser enquadrado como *ex post facto*. Como resultado da pesquisa, não foi possível constatar evidências da relação da emissão e do anúncio da emissão de ADRs, bem como da adoção dessa práticas, com a variação no retorno anormal das ações. Esse fato talvez possa ser explicado pelo fato de que um conjunto de variáveis influenciam no retorno anormal e não só o lançamento e o anúncio de lançamento de ADRs e a adoção de governança corporativa.

INTRODUÇÃO

O comportamento dos preços dos títulos disponíveis para o mercado demonstra ser um tema que tem instigado pesquisadores durante os últimos anos. Tais pesquisadores mencionam que uma série de informações tem influenciado na variação de preço desses ativos. Eles relatam ainda que, em mercados eficientes, as informações relevantes sobre um determinado título são rapidamente absorvidas ou demoram um curto período para influenciar na valorização ou desvalorização.

A hipótese que trata dessa questão é a Hipótese de Mercado Eficiente, que tenta explicar a relação existente entre as informações disponíveis, sejam elas privilegiadas ou não, e a variação existente na precificação dos títulos (HENDRIKSEN e BREDA, 1999).

Dentro dessa hipótese de mercado eficiente, existiram autores que tentaram analisar as conseqüências do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADRs) na precificação de títulos, tratando-os como informação relevante que teria impacto sobre o preço das ações de empresas brasileiras negociadas em bolsa de valores, gerando, assim, retornos anormais.

Entre essas pesquisas encontra-se a realizada Holthausen e Galli (2001). Nesse trabalho foram analisadas a valorização de mercado, a volatilidade e a performance ajustada ao risco de 37 empresas emissoras de ADRs. A janela do estudo de evento compunha o período de 40 dias pré-evento e 40 dias pós-evento. Contudo, na conclusão do trabalho, não foi relatada a existência de retorno anormal significativo para as empresas que se propõem a operar com a emissão de ADRs.

Costa Jr. *et al.* (2000) realizaram semelhante pesquisa com empresas emissoras de ADRs. O resultado alcançado foi idêntico ao de Holthausen e Galli (2001). O estudo realizou uma análise da valorização de mercado, utilizando uma janela do estudo de evento com o período de 20 dias como pré-evento e 20 dias como pós-evento.

Outro autor que se propôs a realizar esse mesmo estudo de evento foi Blasi (1998), que encontrou um comportamento positivo anormal no preço de algumas ações verificadas. Esse trabalho também utilizou uma janela de 40 dias pré e pós-evento.

Contudo, a emissão de ADRs não é o único evento analisado por pesquisadores para avaliar o comportamento das ações negociadas. As práticas de governança corporativa são amplamente estudadas.

Dentre os autores que se propuseram a realizar tal estudo, pode se citada a pesquisa recente realizada por Aguiar, Corrar e Batistella (2004), no qual avalia o impacto da entrada nos níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) sobre o retorno anormal das ações.

Na conclusão desse trabalho não foi possível perceber variação no preço da ação que pudesse ser relacionada com a participação do novo mercado da BOVESPA.

Contudo, cabe lembrar que esses eventos analisados isoladamente talvez não sejam capazes de explicar as variações ocorridas no preço das ações, sendo necessária a agregação de algumas para a realização de um estudo mais aprofundado.

Inclusive, Cardoso e Martins (2004, p. 81) mencionam que “se uma determinada informação contábil ou conjunto de informações contábeis é relevante num mercado que não é eficiente, então o mercado demora algum tempo para absorver (precificar) a informação [...]”.

Tal fato pode ser relevante para aqueles que pretendem realizar esse estudo. Haja visto que Holthausen e Galli (2001) já mencionaram que para futuras pesquisas seria interessante replicar a análise aumentando a janela do evento, tornando possível a verificação em períodos maiores do que aqueles anteriormente analisados, o que talvez fosse uma tentativa de analisar a hipótese de mercado não eficiente.

Outras análises também foram realizadas com o objetivo de avaliar se o mercado local tem influência sobre o preço das ações. Dentre elas é possível citar a realizada Alberton *et al.* (2001) que avaliou a relevância do mercado local sobre o preço das ações e do mercado Norte-Americano e sobre o preço das ADRs de empresas brasileiras e argentinas. Como conclusão da pesquisa, apontaram a forte influência desses mercados sobre o preço dos ativos.

Jaiswal-Dale e Jithendranathan (2001) também tentaram avaliar a correlação entre o índice do mercado local e Norte-Americano sobre o preço desses títulos durante o período de 10 anos em 19 países. Nessa pesquisa encontraram correlação entre o índice de mercado e o ativo, sendo em alguns países a correlação foi maior que em outros.

Esses estudos demonstram que seria necessário a agregação de um conjunto de fatos que pudesse ter efeito sobre a variação no preço dos títulos negociados nas bolsas de valores.

Uma alternativa seria a análise não isolada de ADRs e governança corporativa sobre o valor das ações. Nessa pesquisa seriam considerados esses eventos em conjunto tais eventos e qual representatividade tem para o retorno anormal das ações.

Essa prática possibilitaria a verificação de empresas que participam do programa de ADR são impactadas quando decidem pela adoção de práticas de governança corporativa e se a emissão desses títulos apresentam alguma significância para elas.

Cabendo lembrar que o fato relevante para as empresas que emitem ADRs talvez seja o anúncio da emissão desse títulos e não a própria data do anúncio. Visto que essa informação possa ser utilizada pelo mercado como fator determinante para o aumento ou diminuição do retorno anormal de cada ação.

Diante do apresentado, o presente trabalho tem a seguinte questão que incentiva a pesquisa: Qual o impacto gerado pelo anúncio da emissão, emissão de ADRs e entrada nos níveis de governança corporativa da BOVESPA sobre o retorno anormal das ações negociadas no Brasil?

Definiu-se também como objetivo do trabalho realizar uma pesquisa empírica com as empresas que lançam ADRs, visando verificar o impacto gerado pela divulgação de emissão e emissão de ADRs e a participação dos níveis de governança corporativa da BOVESPA sobre o retorno anormal das ações negociadas no Brasil.

Como hipóteses deste artigo, foram utilizadas as seguintes:

H_{0A}: Não é possível determinar relação entre a divulgação de emissão de ADRs e a variação no retorno anormal das ações negociadas na BOVESPA.

H_{1A}: É possível determinar relação entre a divulgação de emissão de ADRs e a variação no retorno anormal das ações negociadas na BOVESPA.

H_{0B}: Não é possível determinar relação entre a emissão de ADRs e a variação no retorno anormal das ações negociadas na BOVESPA.

H_{1B}: É possível determinar relação entre de emissão de ADRs e a variação no retorno anormal das ações negociadas na BOVESPA.

H_{0C}: Não é possível determinar relação entre a entrada nos níveis de governança corporativa e a variação no retorno anormal das ações negociadas na BOVESPA.

H_{1C}: É possível determinar relação entre a entrada nos níveis de governança corporativa e a variação no retorno anormal das ações negociadas na BOVESPA.

Como hipóteses para estimação do retorno anormal de cada ação, foram adotadas as seguintes situações com relação ao Ibovespa (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo):

H_{0D}: $\beta_1 = 0$ (não existe relação linear entre o retorno do Ibovespa e o retorno dos títulos, ou seja, o Ibovespa não tem valor preditivo para a estimação do retorno da ação);

H_{1D}: $\beta_1 \neq 0$ (existe relação linear entre o retorno do Ibovespa e o retorno dos títulos).

METODOLOGIA

Com o propósito de atendimento aos objetivos da pesquisa, foi inicialmente adotada a pesquisa bibliográfica com análise em livros, revistas, artigos, boletins informativos e *internet* como forma de explicitar o que tratam os autores sobre o assunto e analisar as pesquisas até o momento realizadas. Tal pesquisa, segundo Gil (1995, p. 117), “é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”.

Em seguida foi realizada uma pesquisa documental, pois visava-se levantar informações sobre as empresas que emitem ADRs e participam dos níveis de governança corporativa da BOVESPA, bem como o preço das ações em torno do período de anúncio e lançamento de ADRs, participação do novo mercado da BOVESPA e os respectivos retornos esperados, retornos obtidos e retornos anormais apurados.

Esse estudo também foi classificado como *ex post facto* pois, conforme Martins (2000, p. 30) apresenta, “o pesquisador não tem controle direto sobre a(s) variáveis(eis) [sic] independente(s), porque suas manifestações já ocorreram, ou porque ela(s) é (são), por sua natureza, não manipulável(eis)”.

Haja visto que todos os dados utilizados para a pesquisa tratam-se de informações passadas das empresas em análise, e as mesmas não podem ser modificadas pela ação do pesquisador.

Além do apresentado, para a delimitação da amostra dessa análise, foram apontadas as empresas brasileiras que emitem ADRs.

Foram também levantadas aquelas que pertenciam aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

A relação das empresas foi obtida através do Economática e o *site* da BOVESPA.

A partir dessa pré-seleção, foram indicadas as empresas que eram comuns a ambas tabelas. Dessas, foram excluídas aquelas em que o lançamento da ADR era o mesmo da data de emissão na BOVESPA, sendo apontadas as seguintes empresas para compor a amostra da pesquisa:

Tabela 1: Empresas Emissoras de ADRs e Participantes do Novo Mercado da BOVESPA

Nº	Empresas
1	Aracruz Celulose S/A
2	Banco Itau Holding Financeira
3	Bradesco
4	Brasil Telecom S/A
5	Braskem
6	CEMIG
7	GERDAU
8	Pão de Açúcar
9	Perdigão
10	SABESP
11	Sadia S/A
12	UNIBANCO
13	Vale Rio Doce S/A
14	Votorantim Celulose e Papel S/A

Definidas as empresas para compor a amostra, foram levantadas as datas de anúncio da emissão de ADRs, para que fosse possível a realização do estudo de evento.

Tal análise, conforme Soares, Rostagno e Soares (2002, p. 1), “é um método que consiste, basicamente, na verificação da influência de eventos específicos na performance das empresas, através da investigação dos efeitos de tais eventos nos valores de mercado dos títulos das empresas”.

Como janela do evento foi definido um período de 150 dias como pré-evento e 150 dias como pós-evento. Para o cálculo do retorno de cada ação foi usada a seguinte fórmula logarítmica:

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

Onde: r = Taxa de retorno, P_t = Preço da ação no momento t, P_{t-1} = Preço da ação no momento t-1.

Para apuração do retorno esperado pelo mercado foi utilizado o Ibovespa.

Para as empresas que não tenha cotação em alguns dias, foi utilizada a interpolação para determinar o valor negociado da ação nesses dias.

Como forma de cálculo dos retornos anormais foi utilizada a fórmula de retorno ajustado ao risco e ao mercado:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (2)$$

Onde: $A_{i,t}$ = Retorno anormal da ação i no momento t , $R_{i,t}$ = Retorno de uma ação i no momento t , $R_{m,t}$ = Retorno do portfólio de mercado no momento t , α_i e β_i = Coeficientes estimados através do método dos mínimos quadrados da regressão linear.

A regressão obtida através da aplicação da fórmula (2) utilizou um período de 60 dias para estimação dos coeficientes. O retorno do Ibovespa e o retorno de cada ação foram, respectivamente, considerados a variável independente e a variável dependente. O cálculo da regressão linear o utilizado o Microsoft Excel 2000.

Contudo, como limitações da pesquisa, foram desprezados os pressupostos estatísticos de homocedasticidade e independência.

Através dos dados obtidos através das regressões, foi realizado teste não paramétrico de significância de sinais por postos. Neste teste, além de serem considerados a incidência de sinais positivos e negativos, são consideradas as magnitudes desses valores, como forma de identificar se o evento ocorre aleatoriamente, ou se na média a ocorrência de algum dos sinais é maior que a outra.

Conforme Stevenson (1986, p. 314) apresenta, para estimação da estatística teste Z , são apurados os seguintes valores:

$$\text{Soma dos postos} = \frac{N(N+1)}{2} \quad (3)$$

Onde: N = número de objetos consecutivamente em postos.

$$U_t = \frac{1}{2} \left[\frac{N(N+1)}{2} \right] = \frac{N(N+1)}{4} \quad (4)$$

Onde: U_t = Soma esperada dos postos.

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{N(N+1)(2N+1)}{24}} \quad (5)$$

Onde: σ_t = desvio-padrão.

$$Z = \frac{\text{observado} - \text{esperado}}{\text{desvio} - \text{padrão}} \quad (6)$$

Onde: Z = teste de estatística Z .

O MERCADO, A INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O RETORNO ANORMAL

Alguns autores apontam a contabilidade como um instrumento de redução da assimetria informacional. Entre esses autores é possível apontar Bushman *et al.* apud Lopes (2002).

Outros também mencionam que a redução da assimetria informacional influencia na tomada de decisão dos investidores e administradores. E uma das formas de redução dessa

assimetria seria com ADRs, haja visto que aumentam a transparência das empresas que os emitem, devido exigências da *Securities and Exchange Commission* (SEC) (GARCIA, SATO e CASELANI, 2004).

Por outro lado, também comentam-se que a adoção de práticas de governança corporativas tenha impacto positivo para as empresas que o adotam (MELIS, 2004).

Diante dessa possibilidade de redução da assimetria informacional através de ADRs, o impacto pode estar estritamente ligado a variação nas ações negociadas na bolsa de valores, influenciando os retornos anormais dessas empresas.

Uma das formas de obter os retornos anormais de uma determinada companhia seria através da seguinte fórmula, divulgada por Cardoso e Martins (2004), que apresentam o cálculo através da estimação do erro que caracterizaria esses retornos:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (7)$$

Onde: ε_{it} = Erro de uma ação i no momento t , R_{it} = Retorno de uma ação i no momento t , R_{mt} = Retorno do portfólio de mercado no momento t , α_i e β_i = Coeficientes estimados através do método dos mínimos quadrados da regressão linear.

Para esses autores, os retornos anormais nada mais seriam do que erros estimados através da diferença entre o retorno obtido por uma dada ação e a expectativa de retorno dessa mesma ação.

Soares, Rostagno e Soares (2002), também apresentaram uma fórmula para estimação do retorno anormal, ao qual é apresentada na metodologia desse estudo, denominando-a de modelo estatístico de retornos ajustado ao risco e ao mercado, tendo a seguinte estruturação:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (2)$$

Onde $A_{i,t}$ é o retorno anormal da ação i no momento t .

Com a obtenção dos retornos anormais, seria necessário a estimação do Retorno Anormal Acumulado ou *Cumulative Abnormal Return* (CAR_i), que é a apresentado por Bezerra e Lopes (2004) através da seguinte fórmula:

$$CAR_i = \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Bezerra e Lopes (2004) também concordam que o retorno anormal seria obtido por meio da apuração do erro existente entre o retorno obtido e o retorno esperado.

HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE

Na Hipótese de Mercado Eficiente ou *Efficient Markets Hypothesis* (EMH) espera-se que o erro estimado entre o retorno apurado e o retorno esperado seja igual a zero, isto é, “se a informação é suposta por ser incorporada no preço do título prontamente e, portanto, impossibilitando retornos anormais, então o retorno anormal esperado do título deve ser igual a zero” (CARDOSO e MARTINS, 2004, p. 84).

Com essa afirmação, é possível questionar se a existência de retorno anormal diferente de zero faz concluir que a operação ocorra em mercado não eficiente, ou que o retorno esperado não comporta todas as informações pertinentes.

A possibilidade de não inclusão de todas as informações no retorno anormal esperado pode ser uma consequência das formas de apresentação da EMH, cabendo aqui apresentar que Cardoso e Martins (2004) salientaram a existência de várias informações e tempo diferentes

para que se faça a precificação dos títulos. Fazendo com que a EMH seja classificada de três formas:

- As informações podem ser obtidas com a simples observação dos preços de mercado passados;
- Além dos preços passados, outras informações também influenciam na precificação dos ativos;
- Os preços passados, outras informações e informações privilegiadas, ou seja, todas as informações existentes influenciam na precificação.

Essa classificação possibilita o desdobramento da EMH em três formas: Forma Fraca da EMH, Forma Semiforte da EMH e Forma Forte da EMH.

Forma Fraca da EMH: Nessa forma o preço atual é formado pelo preço anterior somado ao retorno esperado e ao erro aleatório. O erro aleatório é um indício que aponta uma função aleatória (*random walk*) seguida pelo preço corrente da ação. Na forma de EMH ninguém conseguiria auferir lucros anormais, pois os preços passados não tem nenhuma informação sobre preços futuros (CARDOSO e MARTINS, 2004).

Tais características apontam que a forma fraca da EMH demonstra que a informação passada tem pouca utilidade para a estimação de valores futuros, cabem ressaltar necessidade de maiores evidências empíricas para o fato.

Forma Semiforte da EMH: Menciona que no preço dos ativos refletem todas as informações disponíveis ao público, o que inclui preços correntes e passados. Contudo, para que o mercado seja considerado eficiente, é necessário que as informações disponíveis seja prontamente incorporadas ao preço dos títulos (HENDRIKSEN e BREDA, 1999).

A forma semiforte é a mais aceita no mercado norte-americano e em outros países, mesmo com a ocorrência de anomalias que colocam em dúvida essa formas de apresentação da EMH.

Forma Forte da EMH: Tanto as informações publicamente disponíveis como as informações privilegiadas têm influência significativa para a precificação das ações negociadas no mercado (HENDRIKSEN e BREDA, 1999).

Mesmo diante dessa apresentação, essa forma não tem sido muito bem aceita, dado que o mercado é ineficiente com as informações privilegias, possibilitando retornos anormais para aquele que conseguem deter essas informações.

MERCADO NÃO EFICIENTE

A eficiência ou não do mercado pode ser avaliada pelo comportamento diante das informações existentes, ou seja, a velocidade com que essas informações são absorvidas é um indício dessa eficiência.

No entanto, em mercado não eficiente, a resposta a essas informações que tem impacto sobre o preço dos títulos não é rápida. O mercado não realiza a avaliação do conjunto de informações e também não tem a capacidade de interpretar evidencias mais complexas que podem ter influencias significativas sobre os títulos (CARDOSO e MARTINS, 2004).

Contudo, ainda é difícil estimar se o mercado é verdadeiramente eficiente ou não, carecendo de maiores evidências empíricas que tratem mais apuradamente o assunto.

IBOVESPA

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) é tratado como “o mais importante indicador do desempenho das cotações das ações negociadas no mercado brasileiro” (ASSAF NETO, 2003, p. 253).

Esse índice foi criado em 02 de janeiro de 1968 com o objetivo de medir o desempenho do médio dos negócios a vista realizados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

É apurado em tempo real, utilizando os negócios realizados no mercado a vista, e a divulgação desse índice é *on line*.

Cabe lembrar que as ações das empresas que compõe a amostra da pesquisa são negociadas na Bovespa.

AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS

Assaf Neto (2003) disserta que uma forma das empresas do Brasil estarem captando recursos no mercado internacional seria através do lançamento de recibos de depósitos com lastro em ações ordinárias. Essa captação se daria através da emissão de *Depositary Receipts* (DRs), ou ADRs, quando emitidos nos Estados Unidos, e *International Depositary Receipts* (IDRs) ou *Global Depositary Receipts* (GDRs) quando lançados em outros países.

Por sua vez, as companhias abertas sediadas no exterior que emitem títulos no Brasil, o fazem através dos *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) (ASSAF NETO, 2003).

Tais ADRs, conforme Amir, Harris e Venuti (1993) mencionam, são uma das várias formas das empresas negociarem no mercado norte-americano, no qual, quando as ADRs são lançadas, elas são precificadas e os dividendos são pagos em dólares.

Esses ADRs negociados em bolsas de valores dos Estados Unidos são divididos nas seguintes categorias:

Nível I: São negociados em mercado balcão. “Emitidos com base em ações existentes e negociadas no mercado doméstico, as quais encontram-se depositadas no banco custodiante” (ASSAF NETO, 2003, p. 100). Não ocorre variação na posição patrimonial, pois não ocorre a captação de novos recursos. Nesse nível a exigências para as empresas que dele participam são relativamente pequenas.

Nível II: São registradas nas bolsas de valores ou por meio de um sistema informatizado de cotações de preços para títulos negociados (Nasdaq), também conhecido como mercado balcão. Traz algumas responsabilidades para as empresas que operam nesse nível. Não existe captação de recursos novos, apenas pelo banco depositário, o que não acarreta alteração na posição patrimonial.

Nível III: São negociados através de oferta pública. A negociação ocorre em Bolsas de valores ou no Nasdaq. São caracterizados pela emissão de novas ações, existindo captação de novos recursos, acarretando, portanto, alteração efetiva na posição do patrimônio líquido das empresas emissoras desses títulos. É nível que possui mais exigências para as empresas que o operam.

Norma 144-A: É considerado como “a forma de captação de recursos que os títulos são privativamente colocados a Investidores Institucionais Qualificados que, pelo volume que movimentam, são julgados capazes de protegerem-se por si só” (HOLTHAUSEN e GALLI, 2001, p.4). Nessa norma o nível de exigência é bem menor que nos demais, havendo uma maior facilidade para as companhia que decidem emitir ADRs.

GOVERNANÇA CORPORATIVA

A adoção de práticas de governança corporativa tem sido aplicada por algumas empresas brasileira.

Entre aqueles que incentivam essas práticas encontra-se a BOVESPA, que surgiu com os níveis 1 e 2 de governança corporativa e o novo mercado com a idéia de

[...] criar um ambiente mais adequado para que as empresas possam, a partir de melhores práticas de governança corporativa e maior transparência das informações, proporcionar maior segurança aos investidores e, conseqüentemente, reduzir seus custos de captação de recursos (BOVESPA, 2005).

A adoção dessas práticas pode acarretar uma melhoria na forma em que o mercado observa as empresas. Contudo, cabe salienta que a qualidade de uma comunicação corporativa esta diretamente relacionada com a governança adotada (MELIS, 2004).

O que acarreta dizer que é necessário seguir normas pré-estabelecidas como forma de evitar possíveis falhas de comunicação inerentes ao processo de divulgação adotado pelas empresas.

Entre as principais diferenças entre os níveis de governança corporativa e o novo mercado estão as seguintes (BOVESPA, 2005):

Nível 1: conforme apresentado, contempla as regras de transparência e dispersão acionária delimitadas pelo novo mercado.

Nível 2: apresenta tanto as regras de transparência e dispersão acionária como também as de equilíbrio de direitos entre controladores e minoritários.

Novo Mercado: A grande diferença do Nível 2 para o Novo Mercado reside na possibilidade de ter ações preferenciais na estrutura de capital da companhia, característica essa que não é contemplada pelos níveis 1 e 2.

ANÁLISE DE DADOS

Anúncio da emissão de ADRs

A partir da seleção das empresas, foram geradas regressões com o uso do Microsoft Excel 2000 para estimação dos coeficientes das ações através do método dos mínimos quadrados, tendo como base a utilização dos retornos de cada ação como variável dependente e dos retornos do Ibovespa como variável independente.

A primeira análise utilizou a data do anúncio de lançamento de ADRs para apuração dos coeficientes das regressões, utilizando um período de 60 dias anteriores aos 150 dias pré-evento.

Tendo como parâmetro esses coeficientes estimados, foram apurados os retornos anormais através da fórmula (2) e os retornos anormais acumulados através da fórmula (8) para cada ação.

Com base nessa estimação, levantou-se a média dos retornos anormais acumulados, como forma de analisar a possibilidade de influência desse fato sobre as ações envolvidas na análise.

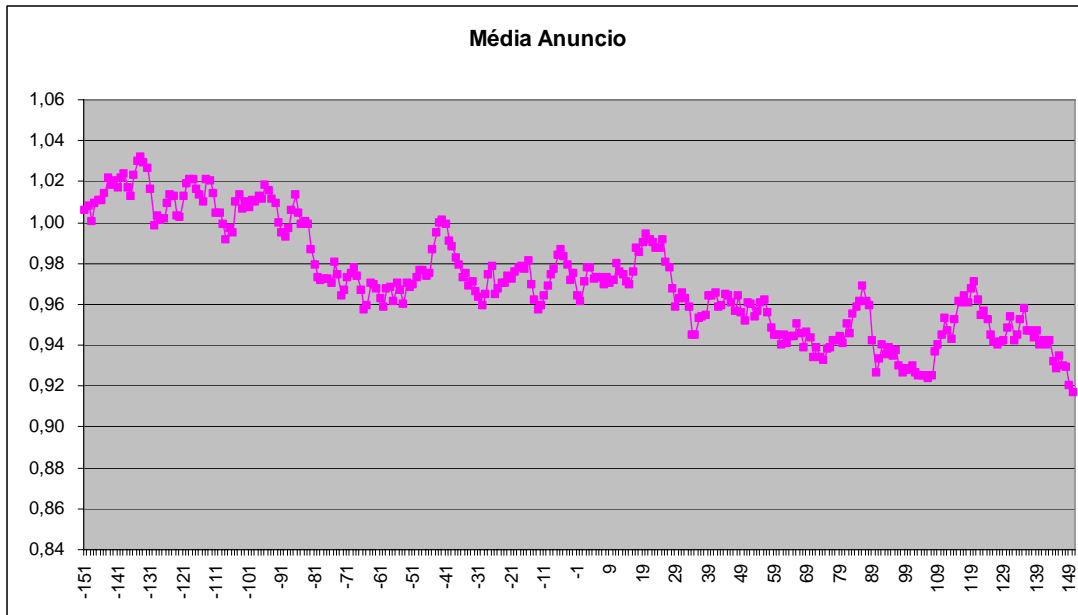


Figura 1: Média do retorno anormal do anúncio da emissão de ADRs

A partir desses dados, foram extraídos aqueles retornos dentro de um período de -2 a +2 dias do anúncio da emissão de cada ação, para avaliar se, na média, é possível constatar se no momento do anúncio existe alguma variação significativa em torno desse evento.

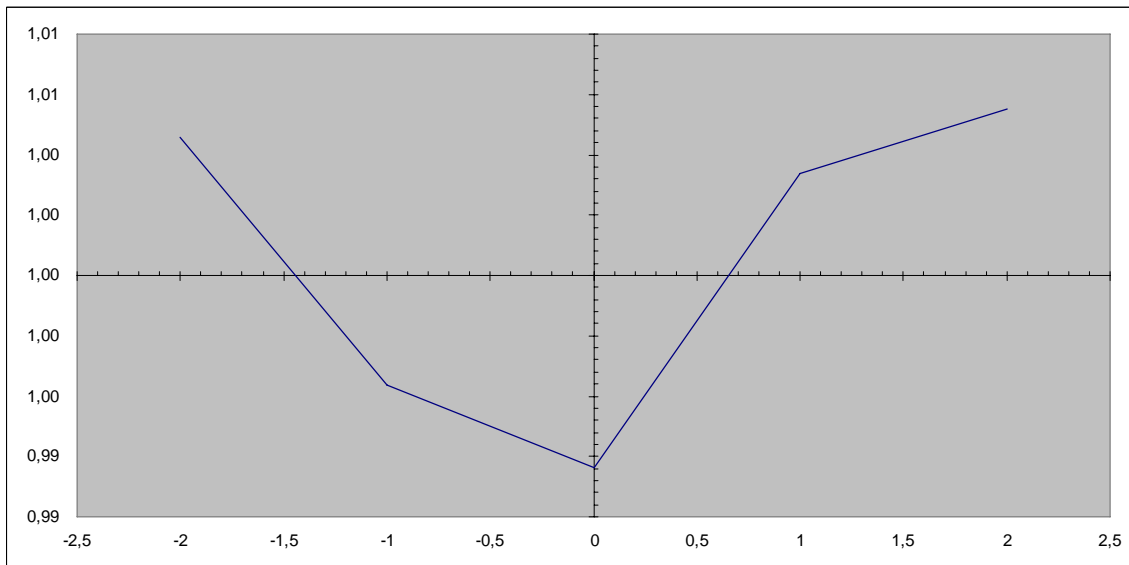


Figura 2: Média do retorno anormal do anúncio da emissão de ADRs em -2 a +2 dias

Analisando individualmente a figura apresentada, é possível perceber que ocorre um aumento no retorno anormal a partir da data desse anúncio, demonstrando que esse fato pode ser uma influência positiva para as ações.

Contudo, para realização de uma análise mais rigorosa, foi apurado através de teste não-paramétrico a possibilidade desse fato ser apenas um evento aleatório, não estando diretamente relacionado com a data do evento.

Para a realização desse teste, foram extraídos os retornos anormais acumulados em torno de -2 e +2 dias da data do anúncio.

Através do CAR_i estimado para cada ação, foi utilizado um teste de sinais por posto utilizando um α de 0,05 (unilateral) e considerando que em H_{0A} o anúncio não tem efeito positivo sobre a ação, conforme apresentado na metodologia.

A estatística realizada constatou que o Z calculado é igual a -0,7756 e o p -value é 0,2190. Portanto, para um nível de significância de 5%, na média os retornos anormais acumulados da carteira analisada não tem efeito significativo sobre preço da ação, aceitando-se a hipótese nula.

Lançamento de ADRs

Em segunda, utilizando-se a mesma metodologia, foi levantada a média do retorno anormal em torno da data do lançamento de ADRs.

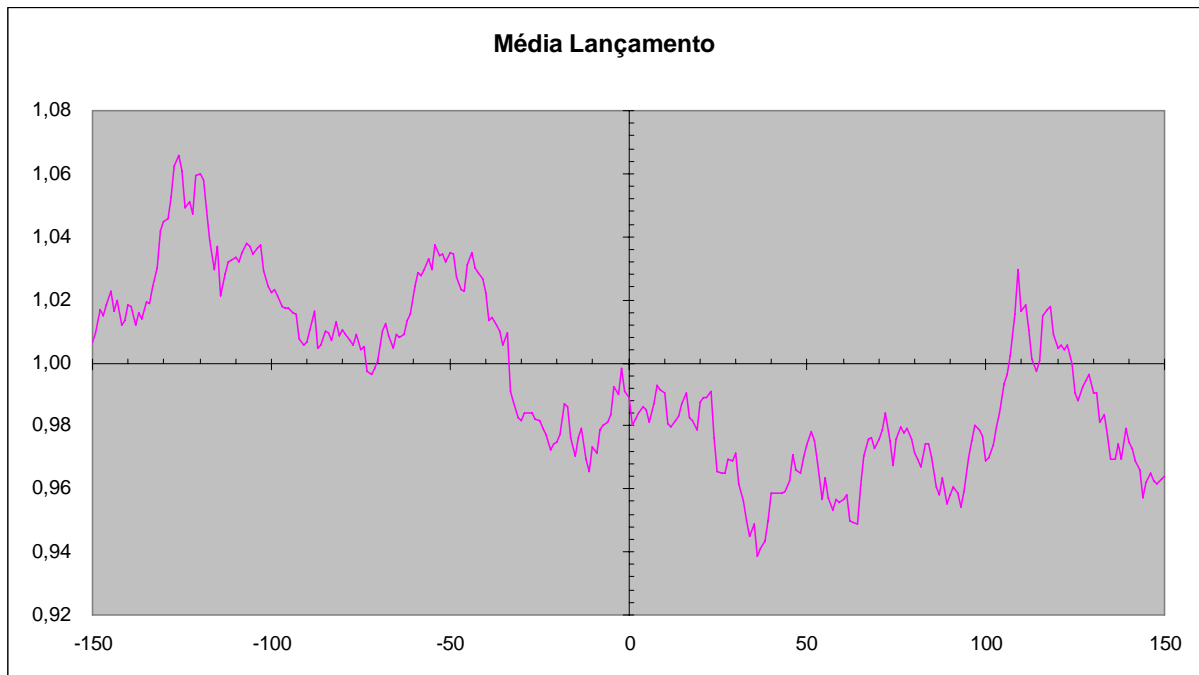


Figura 3: Média do retorno anormal do lançamento de ADRs

Analisando os gráficos apresentados, é possível perceber uma queda do retorno anormal acumulado. Contudo, faz-se necessário avaliar a possibilidade de apontar o fato como uma antecipação do evento estudado.

Da mesma forma, foi levantada a média do retorno anormal acumulado em torno do lançamento efetivo das ADRs para verificar o impacto desse evento sobre o preço das ações negociadas.

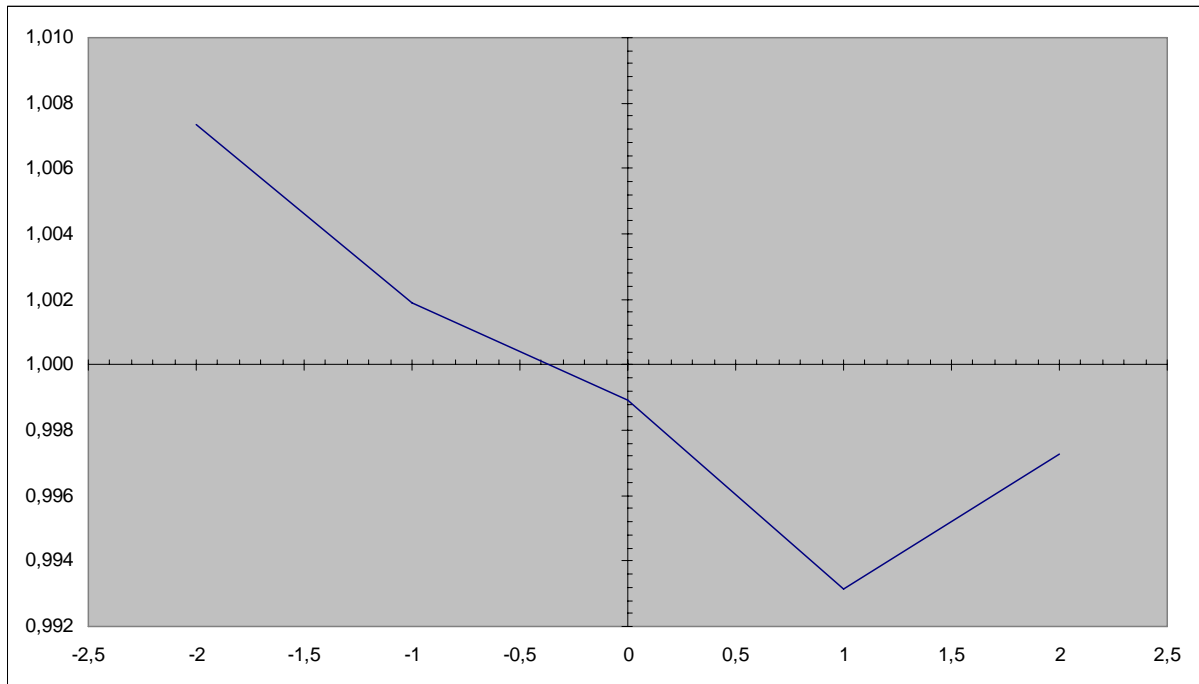


Figura 4: Média do retorno anormal do lançamento de ADRs em -2 a +2 dias

Observando a figura apresentada, é possível perceber a existência de um aumento do retorno anormal um dia após a data do lançamento de ADRs, o que indicaria que o mercado demorou um pouco para absorver a informação.

Contudo, seguindo na análise, também foi realizado um teste não parâmetro de sinais por postos, como forma de estimar a ocorrência do evento, verificando se o fato trata-se apenas de um evento aleatório, ocorrido ao acaso.

Com isso, foi estimado o CAR_i de um período de -2 a +2 dias do lançamento de ADRs das ações estudadas.

Com base nesses valores, foi realizado o teste de sinais por postos, levando em consideração um α 0,05 (unilateral) e em H_{0B} o lançamento de ADRs não tem efeito positivo sobre o retorno anormal das ações na média.

Através da apuração dos dados foi possível constatar que ao nível de significância de 5% o Z calculado é -0,5143 e o *p-value* é 0,3035, o que indica que o lançamento de ADRs na média não tem efeito significativo sobre o preço das ações, demonstrando que H_{0B} é aceita.

Com esse levantamento, não é possível constatar que haja um efeito positivo tanto o anúncio com a emissão de ADRs como no lançamento sobre o retorno anormal das ações analisadas.

Governança corporativa

Para conclusão da análise dos dados, foi também apurado se a entrada nos níveis de governança corporativa (CG) e no novo mercado (NM) influência no retorno anormal da ação.

Essa análise também foi realizada através da estimação da média das ações, tendo como evento a data de entrada nesses níveis da BOVESPA, utilizando um período de 150 dias com pré-evento de 150 dias como pós-evento, foi também utilizado um período de 60 dias para estimação do beta.

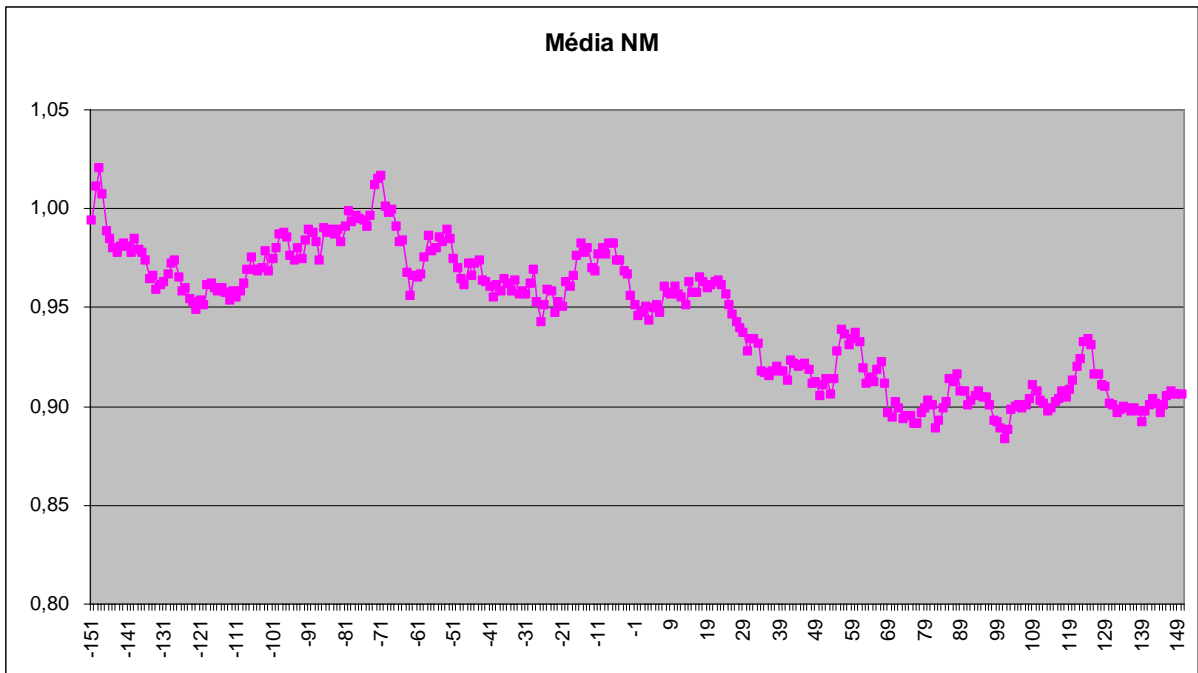


Figura 5: Média do retorno anormal da participação dos níveis de CG e NM

Com base nesses dados, foi levantado o retorno anormal em torno do período de -2 a +2 dias entorno da data de entrada no novo mercado para estimação do impacto desse evento sobre o retorno da ação.

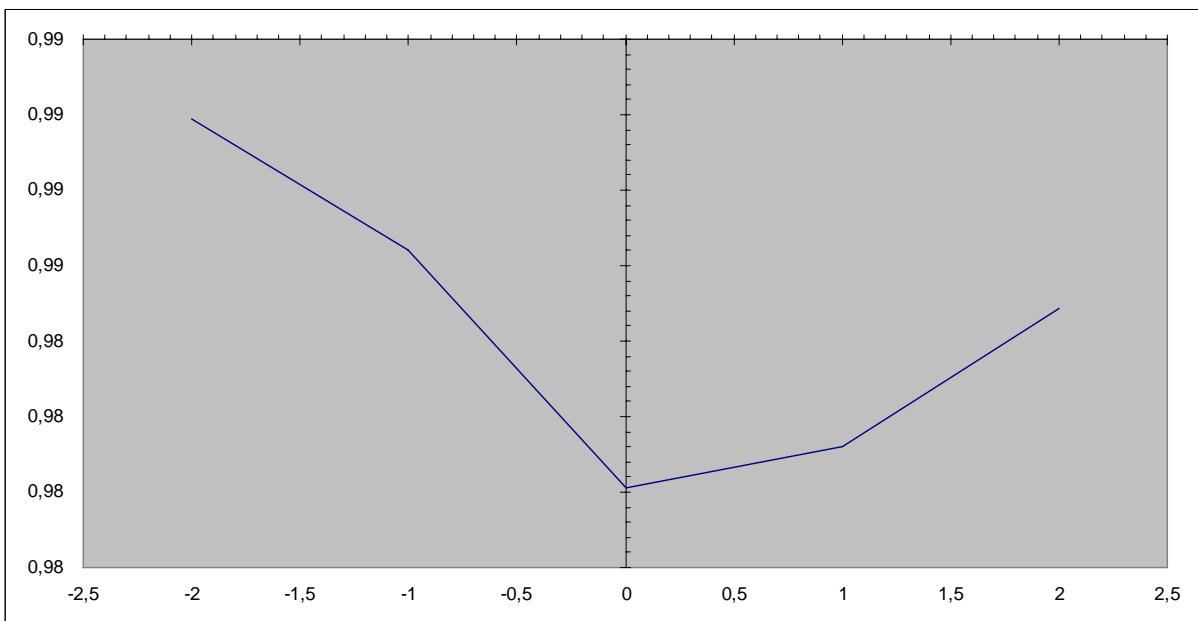


Figura 6: Média do retorno anormal dos níveis de CG e NM

Diante dessa figura, é possível perceber um aumento do retorno anormal da ação a partir da data de entrada no novo mercado; mas, conforme realizado anteriormente, também foi apurado teste não-paramétrico para uma análise mais detalhada dos números envolvidos.

Foram levantados os retornos anormais acumulados em torno do período de -2 e +2 das ações analisadas.

Com base nesses valores, foi realizado teste de sinais por posto, como tentativa de verificar se na média essa variação entre número positivo e negativos do CAR_i representam apenas um evento aleatório em torno do evento estudado.

Esse teste levou em consideração um α de 0,05 e em H_{0C} a participação nos níveis de governança corporativa e novo mercado não tem efeito sobre o retorno anormal das ações.

Por meio da análise estatística, foi obtido um Z calculado de -1,6030 e um *p-value* de 0,0545, indicando que ao nível de significância de 5% não é possível afirmar que a entrada das empresas tenha efeito significativo sobre o retorno anormal das ações, aceitando H_{0C} .

Demonstrando que nem o anúncio e a emissão de ADRs e a entrada nos níveis de governança corporativa da BOVESPA e novo mercado tem influência sobre o retorno anormal das ações negociadas.

CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES

Este estudo teve com objetivo verificar do impacto do anúncio do lançamento e da emissão de ADRs por parte de empresas brasileiras no mercado norte-americano e a participação dos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Para a análise desse estudo foi utilizado um estudo de evento envolvendo o período de 150 dias como pré-evento e 150 dias como pós-evento.

Foram analisadas as empresas emissoras de ADRs que possuíam base de dados suficientes para o estudo de evento, utilizando como parâmetro a data de anúncio e emissão do título no mercado norte-americano, bem como a data de entrada das empresas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Para a análise do estudo de eventos, foram selecionadas 14 empresas que atendiam aos propósitos da pesquisa.

Após a realização dessa análise, não foi possível constatar nessas empresas variação que tornasse hábil a identificação do aumento ou redução de retornos anormais ocasionados pelo anúncio da emissão e emissão de ADRs, assim como da entrada dos níveis de governança corporativa da BOVESPA por essas empresas, aceitando-se, dessa forma, as hipóteses H_{0A} , H_{0B} e H_{0C} .

Mesmo com a inclusão de períodos maiores na pesquisa, ainda não é possível apontar o lançamento de ADRs como um instrumento que propicia elevação de retornos anormais. Podendo apenas afirmar que é um método de captação e negociação de ações nos Estados Unidos.

Tão pouco, é possível relacionar a data de entrada nos níveis da BOVESPA com a variação no retorno anormal das ações, aparentando que a variação é apenas um evento aleatório.

Como é sabido que um conjunto de informação tem impacto sobre a variação do preço das ações tanto aqui negociadas, como em qualquer parte do mundo, recomenda-se, talvez para futuras pesquisas, que seja realizada a inclusão de outras variáveis que possibilitasse uma análise mais profunda do evento. Considerando que não só os ADRs e as práticas de governança corporativa são os instrumentos que podem acarretar aumento ou redução dos retornos anormais.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson Braga de; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizete. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **RAUSP Revista de Administração**. São Paulo, p. 338-347, out./nov./dez. 2004, v. 39, n.4, out./nov./dez. 2004.

- ALBERTON, Anete *et.al.* Market segmentation and stock return behavior in domestic and ADR markets: evidence from some emerging countries. 19 jun. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274256>. Acesso em: 05 mar. 2005.
- AMIR, Eli; HARRIS, Trevor S.; VENUTI, Elizabeth K. A Comparison of the Value-Relevance or U.S. Versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. **Journal of Accounting Research**. v. 31. 1993. p. 230-264.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BEZERRA, Francisco Antonio; LOPES, Alexsandro Broedel. Lucro e Preço das Ações. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Lopes. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas: 2004.
- BLASI, Paulo Ricardo Di. **Emissão de *american depositary receipts* (ADR): seu impacto sobre o valor de mercado das empresas brasileiras**. 1998. 107f. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1998.
- BOVESPA. Governança corporativa: perguntas frequentes. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercadoFaqR.asp>>. Acesso em: 26 de set. 2005.
- CARDOSO, Ricardo Cardoso; MARTINS, Vinícius Aversari. Hipótese de Mercado Eficiente e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Lopes. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas: 2004.
- COSTA JR., Newton C. A. da *et.al.* Impacto da Dupla Negociação: Um Estudo de Eventos de ADRs Brasileiros. In: LEAL, Ricardo P. C. *et. al.* **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas: 2000.
- DAVIS-FRIDAY, Paquita Y.; RIVERA, Juan M. Inflation accounting and 20-F disclosure: evidence from México. **Accounting Horizons**. v. 14. n. 2. June 2000. p. 113-135.
- GARCIA, Fábio Gallo; SATO, Livia Gabriela; CASELANI, César Nazareno. O Impacto da Política de Transparência sobre o Valor das Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: Associação Nacional de Programa de Pós-Graduação em Administração, 2004, 1 CD-ROM.
- GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- HENDRIKSEN, Eldon S.; BRENDA, Michael F. Van. **Teoria da contabilidade**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- HOLTHAUSEN, Felipe Santos; GALLI, Oscar Claudino. Lançamento de DRs por Empresas Brasileiras no Mercado Norte-Americano: Valorização de Mercado, Volatilidade e Performance Ajustada ao Risco. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 25., 2001, Campinas. **Anais...** Campinas: Associação Nacional de Programa de Pós-Graduação em Administração, 2001, 1 CD-ROM.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Lopes. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas: 2004.
- JAISWAL-DALE, Ameeta; JITHENDRANATHAN, Thadavillil. Fluctuating returns of dual listings: domestic and ADR markets. EFMA 2001 Lugano. 14 mar. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263178>. Acesso em: 05 mar. 2005.
- LEVINE, David M.; BERENSON, Mark L; STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

LOPES, Alessandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MELIS, Andrea. Financial reporting, corporate communication and governance. **Corporate ownership & control**. p. 31-36 v. 1, issue2, winter 2004. Disponível em: <<http://www.unica.it/~melisa/financial%20reporting.pdf>>. Acesso em: 26 set. 2005.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 1986.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de Evento: o Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: Associação Nacional de Programa de Pós-Graduação em Administração, 2002, 1 CD-ROM.

ZANELLA, Fernando Caputo; FERREIRA, Leonardo Nunes. O Método de Geração da Informação Contábil, Brasileiro ou Norte-Americano, é Capaz de Surpreender os Consumidores da Informação? Um Estudo de Empresas Brasileiras com ADRs Nível III. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 27., 2003, Curitiba. **Anais...** Curitiba: Associação Nacional de Programa de Pós-Graduação em Administração, 2003, 1 CD-ROM.