

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

IVONE GONÇALVES LUIZ

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE O IMPACTO DAS PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA NAS EMPRESAS FINANCEIRAS BRASILEIRAS:
Um Estudo de Caso dos Bancos Itaú, Unibanco e Bradesco**

**VITÓRIA
2006**

IVONE GONÇALVES LUIZ

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE O IMPACTO DAS PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA NOS BANCOS BRASILEIROS:
Um Estudo de Caso dos Bancos Itaú, Unibanco e Bradesco**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Marcelo Sanches Pagliarussi

VITÓRIA

2006

À minha família.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais pelo incentivo. Aos meus irmãos pela compreensão e carinho.

Aos amigos da FUCAPE pelo companheirismo.

Aos professores da FUCAPE pelo apoio recebido.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo a verificação da influência do anúncio do lançamento de ADRS e a adoção de práticas de governança corporativa da BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA) sobre o retorno anormal das ações dos 3 maiores bancos brasileiros, Itaú, Unibanco e Bradesco . Foi efetuado um estudo de evento da data de divulgação e emissão desses ativos, utilizando um período de 30 dias com pré-evento e 90 dias com pós evento para cotações diárias. Foi ainda utilizado um período uma janela para análise das cotações trimestrais de 5 trimestres antes do período pré-evento para e 10 trimestres pós evento. 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 dos bancos brasileiros. 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.

ABSTRACT

The present work has as objective the verification of the influence of the announcement of the launching of ADRS and the adoption of practical of corporate governance of the SÃO PAULO STOCK EXCHANGE (BOVESPA) on the abnormal return of the actions of the 3 bigger Brazilian banks, Itaú, Unibanco and Bradesco. A study of event of the date of spreading and emission of these assets was effected, using a period of 30 days with daily pay-event and 90 days with after event for daily quotations. Still a window for analysis of the quarterly quotations of 5 trimesters before the period daily pay-event for and 10 trimesters after event was used a period. As result of the research, it was not possible to evidence evidences of the relation of the emission and the announcement of the ADRS emission, as well as of the practical adoption of this, with the variation in the abnormal return of the actions of the Brazilian banks. Perhaps this fact can be explained by the fact of that a set of 0 variable not only influences in the abnormal return and the launching and the announcement of launching of ADRS and the adoption of corporate governance.

LISTA DE TABELAS

TABELA 01: Datas da Listagem dos Bancos Brasileiros.....	33
TABELA 02: Estatística Descritiva das Empresas – Cotações Trimestrais.....	35
TABELA 03: Teste Z Para Duas Médias – Cotações Trimestrais.....	36
TABELA 04: Estatística Descritiva das Empresas – Cotações Diárias.....	37
TABELA 05: Teste Z Para duas Médias – Cotações Diárias.....	38
TABELA 06: Teste Z Para duas Médias – Itaú X Média dos Bancos Bradesco e Unibanco.....	38
TABELA 07: Teste Z Para duas Médias – Bradesco X Média dos Bancos Itaú e Unibanco.....	39
TABELA 08: Teste Z Para duas Médias – Unibanco X Média dos Bancos Itaú e Bradesco.....	40
TABELA 09: Retorno Anormal Acumulado – Lançamento de ADRS.....	41

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.2 Problema de Pesquisa	12
1.3 Objetivos	13
1.3.1 Objetivo geral	13
1.3.2 Objetivos específicos.....	14
1.4 Justificativa.....	14
1.5 Metodologia da pesquisa.....	15
1.7 Desenvolvimento do estudo.....	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1 Hipótese de mercado eficiente (HME)	16
2.2 As Três Hipóteses Básicas de Eficiência de Mercado: Fraca, Semiforte e Forte	17
2.3 Os teste de Eficiência de Mercado	18
2.4 Teste de Previsibilidade de Retornos – Sinalização da Eficiência Fraca.....	19
2.5 Estudo de Eventos – Sinalização da Evidência da Eficiência Semiforte.....	20
2.5 Testes de Informações Privadas – Sinalização Evidência da Eficiência Forte	22
3. GOVERNANÇA CORPORATIVA	23
3.1 O Governança Corporativa no Brasil	23
3.2 O Governança Corporativa nas Instituições Financeiras.....	24
6. COLETA E ANÁLISE DOS DADOS	33
6.1 Coleta de dados.....	33
6.2 Análise dos Dados	34
7 RESULTADOS E DISCUSSÃO	42
8 REFERENCIAS.....	44

1 INTRODUÇÃO

A informação contábil dever atender satisfatoriamente bem a todos os tipos de usuários, independente de sua natureza, segundo Ludícibus (2000). Para Sarlo Neto (2004) a capacidade da contabilidade em transmitir tais informações (variáveis contábeis)¹, que poderão influenciar nas decisões de diversos usuários traduz-se em capacidade informacional da contabilidade.

Esse enfoque foi introduzido na pesquisa contábil em torno dos anos 60, quando surgiram importantes teorias, como a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), desenvolvida por Fama, na Universidade de Chicago. Essa teoria considera que os preços dos títulos refletem integralmente as informações. Segundo Frezatti (2004, p.1), essa abordagem provém da visão econômica, na qual a “informação tem valor quando tiver impacto econômico”. Isto implica dizer, que num mercado eficiente, “nenhuma informação relevante é ignorada pelo mercado, e se relevante será refletida no preço em equilíbrio dos títulos”.(Ludícibus e Lopes, 2004, p.73).

Posteriormente, houve uma relevante evolução da teoria a partir de testes empíricos no mercado de capitais. Sharpe (1964) e Lintner (1965) formularam o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)² ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros.

Essas teorias permitiram identificar de maneira empírica a relevância da informação contábil no mercado de capitais. Era o novo enfoque da Teoria positiva da Contabilidade formulada por Watts e Zimmerman (1986), que defende a

¹ Segundo Sarlo Neto (2004) as variáveis contábeis seriam quaisquer números ou informações gerados, emitidos ou divulgados pela contabilidade que possuam capacidade informacional. Como exemplos: o Patrimônio Líquido e o Resultado (Lucro ou Prejuízo).

² “O CAPM é o resultado interpretativo do modelo de mercado, e implica o preço de equilíbrio de títulos negociados num mercado eficiente, especificando a relação entre risco e taxas de retorno requeridas quando esses títulos são mantidos em carteiras diversificadas”.

informação contábil como fonte para *explicar* e *predizer*³ as práticas contábeis adotadas pelas empresas.

A metodologia positiva possibilitou grandes avanços no estudo da informação contábil. Pesquisas como dos estudiosos australianos Ball e Brown (1968) analisaram como as informações sobre o lucro contábil anormal afetariam os preços das ações das empresas negociadas na Bolsa de Nova Iorque. Os autores concluíram que o comportamento dos títulos seria influenciado por outros tipos de informações além daquelas vindas da contabilidade.

No Brasil, o estudo de Lopes (2001), encontrou evidências da relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro, aplicando o Modelo de Ohlson (1995) para comparar a influência dos resultados anormais e dos dividendos no comportamento dos preços correntes, bem como testar o poder explicativo do resultado do patrimônio e avaliar as características de conservadorismo e reconhecimento assimétrico da informação contábil. Todavia, em oposto a resultados de estudos semelhantes em mercados desenvolvidos, no Brasil, verificou-se que a relevância do patrimônio líquido é maior do que a do lucro líquido.

Lopes (2001, p. 221) diz que a “informação contábil permanece relevante no Brasil com um foco diferente: a atenção dos investidores parece estar voltada para o patrimônio devido as suas implicações legais no modelo de governança corporativa”.

³ Explicar, no sentido de fornecer motivos para prática contábil adotada, como exemplo, utilização de diferentes métodos de controle de estoque como UEPS ou PEPS. E predizer, no sentido de prever por meio da teoria fenômenos contábeis ainda despercebidos. Segundo os autores isto, não necessariamente implica dizer que sejam fenômenos futuros e sim, aqueles já podem ter ocorrido, todavia ainda não foram sistematicamente evidenciados pela contabilidade. (Watts e Zimmerman, 1986, p.2)

A mesma situação também é observada por Costa (2005) num estudo com empresas brasileiras com títulos negociados no mercado norte-americano, *American Depositary Receipts* (ADRS). Os resultados obtidos pela pesquisa indicaram que informações em US-GAAP possuem conteúdo informacional já existente e/ou antecipado, por ser posterior a informação contábil divulgada segundo os princípios brasileiros. Ou seja, o mercado já teria absorvida a informação relevante divulgada anteriormente no Brasil. E ainda, os ajustes aos US-GAAP seriam mais relevantes para o mercado, em relação ao patrimônio líquido. Entretanto, o autor salienta que não considerou a existência de diferenças entre práticas e normas contábeis em setores com alta regulamentação, como o de telecomunicações e de serviços financeiros (bancos).

Sarlo Neto (2004, p.90) propõe que “os resultados contábeis divulgados por empresas que atuam nos setores que possuem a contabilidade regida por regulamentação específica, como os setores elétrico e financeiro, não devem representar uma fonte de informação relevante para os investidores”. Com base nessa proposição, é razoável questionar qual seria a relevância de outras informações, não oriundas da contabilidade, sobre as expectativas dos investidores em setores que tenham regulamentação específica.

Lopes (2001, p.218) sugere neste âmbito que “trabalhos subseqüentes poderiam estar voltados à utilização de *event studies* para determinar o conteúdo informacional de *disclosures* específicos” e ressalta que “pode-se avaliar a ‘competição’ da contabilidade com outras fontes de informação alternativas”.

No Brasil, especificamente, os bancos se encontram num cenário fortemente regulamentado pelo governo e caracterizam-se como empresas com concentrado controle acionário. Estudos anteriores como de Aguiar, Corrar e Batistella (2004),

avalia o impacto da informação referente à entrada em níveis de governança corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) sobre o retorno anormal das ações de diferentes setores de mercado. Adicionalmente, Bruni (2003) realizou semelhante pesquisa com empresas brasileiras emissoras de ADRS utilizando a metodologia de estudo de evento.

Assim, nesta pesquisa propôs-se investigar os efeitos dessas duas informações – adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa e lançamento de ADRS – sobre os retornos das ações das instituições bancárias.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando a divulgação informação alternativa pode ser um evento importante na formação das expectativas do investidor de empresas financeiras altamente reguladas, esta pesquisa procura investigar, dentre os três maiores bancos privados brasileiros, a seguinte questão:

Como os preços das ações reagem frente à divulgação adesão de práticas de governança corporativa em diferentes mercados (norte-americano e brasileiro)?

Com intuito de responder a questão principal procurou-se verificar de que forma (performance e comportamento) os preços reagem à divulgação de informações diferentes àquelas fornecidas pela contabilidade.

Entretanto, a questão formulada apresenta a limitação de restringir-se aos ativos de um setor específico no mercado, o setor bancário. Ou seja, a reação observada para os três maiores bancos, Itaú, Bradesco e Unibanco, será “referencia” para todos os demais do setor.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

Para atender a questão principal da pesquisa delineou-se o seguinte objetivo geral :

O_G – Investigar a relação entre o a informação referente à divulgação da adesão de práticas de governança corporativa em diferentes mercados (norte-americano e brasileiro) e o preço das ações, procurando evidências sobre a capacidade de informações diferentes às oriundas da contabilidade.

Para tanto, o estudo procurou identificar a influencia de outras informações nas empresas consideradas fortemente regulamentadas, neste caso específico, as financeiras. Desta forma a pesquisa foi conduzida por meio da metodologia do estudo de caso . A realização de um estudo de caso, de acordo com Yin (2001, p. 78), “[...] começa com a definição dos problemas ou temas a serem investigados e o desenvolvimento de um projeto de estudo de caso”. À medida que o pesquisador realiza um trabalho de estudo de campo, deve constantemente se perguntar por que os eventos ocorreram ou estão ocorrendo.

Assim, procurou-se analisar as seguintes características das empresas pesquisadas e sua influencia sobre os resultados obtidos:

- a) Regulamentação Específica,
- b) Tipos de Ações.

1.3.2 Objetivos específicos

Para o atender ao objetivo geral foram traçados os seguintes objetivos específicos:

Q_{E1} – Verificar como as empresas regulamentadas (setor bancário) reagem diferentemente à divulgação da adesão de práticas de governança corporativa em diferentes mercados (norte-americano e brasileiro) às demais empresas do mercado acionário brasileiro;

Q_{E2} – Verificar o desempenho e a performance dos bancos Itaú, Unibanco e Bradesco após divulgação da adesão de práticas de governança corporativa em diferentes mercados (norte-americano e brasileiro) às demais empresas do mercado acionário brasileiro;

1.4 JUSTIFICATIVA

Diversos estudos realizados no mercado acionário brasileiro analisaram a relação entre os preços das ações e as informações contábeis. Entretanto, tais estudos analisaram a reação de um conjunto de empresas excluindo, pela regulamentação específica, as empresas financeiras.

Com o intuito de aprofundar o estudo acerca de setores específico do mercado acionário brasileiro, a pesquisa propõe-se a investigar as empresas financeiras brasileiras.

A importância dessa linha de pesquisa consiste relacionar as informações de mercado com os preços das ações, objetivando verificar a o grau de influência dos de eventos não oriundos da contabilidade . Ou seja, “pode-se avaliar a ‘competição’

da contabilidade com outras fontes de informação alternativas”. (ÍUDICIBUS e LOPES, 2004, p. 130)

1.5 METODOLOGIA DA PESQUISA

O estudo de caso, de acordo com Yin (2001, p.32), é “uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos”.

Para realização da pesquisa foi realizado:

- Levantamento documental nos sites dos bancos Itaú, Unibanco e Bradesco. As informações levantadas foram sistematizadas para posterior análise conjunta dos dados obtidos utilizando o método de estudo de eventos. sem fins lucrativos.
- Foi utilizada a abordagem de estudo de caso múltiplo conforme abordado por Yin (2001) em três instituições, que representam a amostra.

Desta forma o estudo foi realizado sobre uma base de dados formada pelas ações negociadas dos bancos brasileiros e demais empresas da BOVESPA. As informações sobre as empresas foram obtidas por meio do banco de dados Económica.

1.7 DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO

Esta pesquisa será organizada da seguinte forma:

Capítulo 2 – Referencial Teórico;

Capítulo 3 – Método de Estudo de Eventos;

Capítulo 4 – Conclusões e sugestões para novas pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 HIPÓTESE DE MERCADO EFICIENTE (HME)

De acordo com Fama (1973, p. 133) um mercado é chamado de eficiente quando os preços de seus títulos refletem integralmente todas as informações disponíveis naquele momento. Deste modo, para que o mercado de capitais seja eficiente, há necessidade de que os preços das ações sejam justos, isto é, temos que ter um conhecimento dos prováveis retornos futuros, além de determinarmos a taxa de retorno.

A determinação do preço justo está intimamente relacionada ao processo de eficiência no processamento das informações, ou seja, qualquer informação disponível estaria incorporada aos preços das ações. Desse modo, não haveria espaço para qualquer ganho anormal no mercado acionário, caso o mercado de capitais fosse eficiente.

Segundo Fama (1970, p. 387), as condições para termos um mercado eficiente seriam:

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

Assim, para termos um mercado com eficiência informacional haveria a necessidade de equilíbrio de mercado. Os preços teriam que refletir todas as informações disponíveis de forma que nenhum investidor poderia obter ganho com a compra ou a venda de títulos. Ou seja, um mercado é tido como eficiente quando de posse de um conjunto de informações não se podem obter lucros econômicos.

Dessa forma, conforme destaca Brealey & Myers (1992, p. 289) em um mercado eficiente qualquer transação de compra e venda de título ao preço vigente de mercado nunca deveria apresentar um valor atual líquido positivo.

Segundo Damodaram (1996, p. 184) “um mercado eficiente é aquele em que o preço de mercado é uma estimativa não-tendenciosa do valor real do investimento”. Na sua conceituação, os preços de mercado não têm que necessariamente espelhar o preço justo das ações a todo momento, ou seja, podem existir ações subavaliadas ou superavaliadas. No entanto, a probabilidade de encontrar tais ativos é a mesma, não compensando, dessa forma, o custo de encontrá-los. Um outro ponto levantado, é de que existem diferenças *de eficiência* de mercado em relação aos investidores. Isto ocorre, porque os custos, principalmente de transação, são diferentes de investidor para investidor.

2.2 AS TRÊS HIPÓTESES BÁSICAS DE EFICIÊNCIA DE MERCADO: FRACA, SEMIFORTE E FORTE

As pesquisas empíricas sobre a eficiência do mercado de capitais se concentram em testar subconjuntos específicos no intuito de verificar se os preços das ações refletem as informações disponíveis. Assim, foram criadas três subdivisões quanto à eficiência informacional: fraca, semiforte e forte.

Uma definição de eficiência fraca do mercado, feita por Francis (1999, p. 543-544), pode ser assim descrita:

“ A primeira hipótese é a hipótese de mercado fracamente eficiente. Esta hipótese estipula que os dados de preços e os volumes históricos dos títulos não contêm informações que possam ser usadas para auferir lucro acima do que seria obtido por uma estratégia ingênua de comprar e manter”.

Por tal política entende-se uma seleção randômica de ações, ou seja, uma seleção aleatória que consiste em comprar e manter até o final do ciclo de negócio.

Esta hipótese, caso confirmada, sugere que a utilização da análise técnica não teria utilidade para selecionar ativos.

A hipótese de mercado semiforte eficiente especifica que o mercado é suficientemente eficiente quando os preços refletem *todas as informações disponíveis publicamente*, como: declaração de lucro líquido, dividendos, balanços e etc. Conseqüentemente, somente aqueles *insiders* que têm acesso a informações privilegiadas conseguem obter lucro maior do que seria auferido por adotar a estratégia ingênua de *comprar e manter*.

A terceira hipótese é chamada hipótese de mercado fortemente eficiente. Esta “afirma que ninguém pode obter um lucro maior do que aqueles que adotam uma estratégia ingênua de comprar-e-manter no curto prazo. Os mercados de títulos são fortemente eficientes se as taxas de mudanças de preços forem variáveis aleatórias independentes e nenhum dos participantes do mercado usa informações privilegiadas”.

2.3 OS TESTES DE EFICIÊNCIA DE MERCADO

Os testes de eficiência de mercado são atualmente classificados de acordo com a nova proposta de Fama (1991) em três grupos principais: os *testes de previsibilidade de retornos*, *estudos de eventos* e *testes de informação privada*. Os *testes empíricos de previsibilidade de retorno* procuram verificar a *eficiência fraca* do mercado. Os estudos de eventos estão relacionados à divulgação pública de informações e correspondem aos testes de *eficiência semiforte*. E por último, os *testes de informação privada* que examinam informações privilegiadas e correspondem aos *testes de eficiência forte*. Os testes de eficiência do mercado podem ser ajustados ao risco ou não ajustados ao risco. Os testes ajustados ao

risco utilizam na maioria das vezes *CAPM* como modelo de mercado. Assim, partindo da premissa que o modelo de precificação esteja correto, espelhe o equilíbrio de mercado, não deveriam existir retornos extraordinários ajustados ao risco dos títulos. Entretanto, caso ocorra retorno acima do normal, teríamos uma evidência contra a *eficiência do mercado* acionário.

2.4 TESTE DE PREVISIBILIDADE DE RETORNOS – SINALIZAÇÃO DA EFICIÊNCIA FRACA

Os testes de eficiência informacional fraca de mercado baseiam-se na análise da aleatoriedade temporal de taxas de rentabilidade das ações.

Se a série de informações é aleatória, isto é, podem ocorrer informações boas e ruins com igual probabilidade, a série de variações de preços também deve ser aleatória. Assim, caso seja comprovado a aleatoriedade diz-se que o mercado aceita o teste de mercado eficiente de forma fraca. Os primeiros testes empíricos para a avaliação da eficiência fraca foram: de autocorrelação serial, resultados de estratégias de filtro e testes de corrida de sinais.

Os testes de autocorrelação serial avaliam o grau de dependência entre as taxas de rentabilidade de um dia com as taxas de rentabilidade de dias anteriores. Uma correlação serial de zero significaria que as mudanças de preços em períodos de tempos consecutivos não seriam correlacionáveis entre si, rejeitando dessa forma que os investidores poderiam obter retornos extraordinários a partir de informações passadas. As maiorias dos testes realizados no mercado de capitais mais desenvolvidos suportaram a eficiência fraca através dos testes de autocorrelação serial de períodos curtos.

Os testes de filtro consistem na avaliação de dependência do tipo senoidal. A estratégia utilizada é a compra de ações caso o preço suba em X% e a manutenção até que o preço caia de pelo menos X% . Estes testes podem adotar as mais variadas estratégias e magnitude de mudanças de X% nas regras de filtragem.

Os testes de corrida de sinais examinam as taxas de variação de preço de ações com o mesmo sinal em diversos dias consecutivos. Desse modo, para que o mercado fosse eficiente não deveriam existir longos períodos de um mesmo sinal.

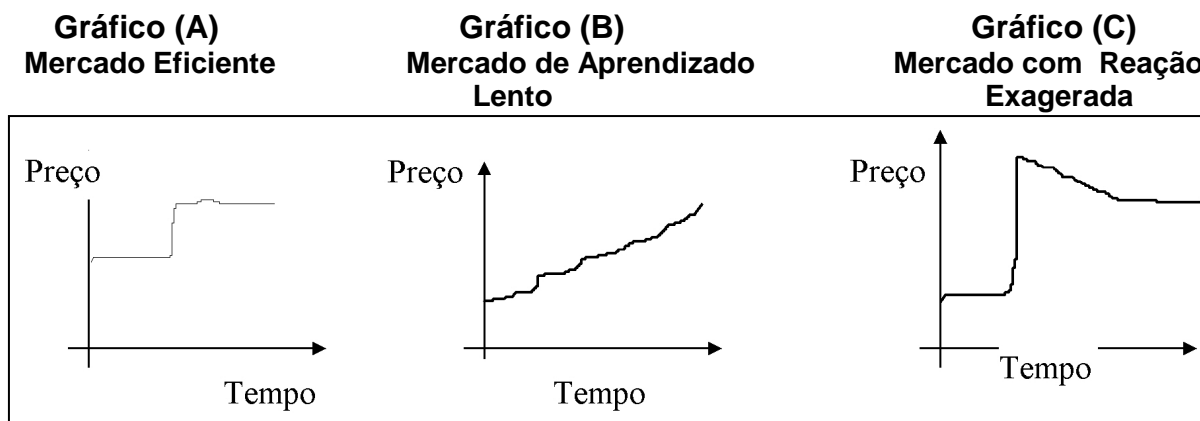
Segundo Fama (1991, p. 158), os testes examinam a previsibilidade de retornos não só de curto prazo, mas também os de longo prazo dos retornos diários, semanais ou mensais. Estes têm demonstrado uma elevada autocorrelação dos retornos para períodos de 2 a 10 anos. Em resumo, as questões que envolvem séries de tempo, ainda não têm uma solução clara.

2.5 ESTUDO DE EVENTOS – SINALIZAÇÃO DA EVIDÊNCIA DA EFICIÊNCIA SEMIFORTE

A preocupação dos testes da eficiência semiforte é com o ajuste dos preços a informações novas, tais como: anúncio de dividendos, lucros, fusões e incorporações de empresas, desdobramentos, e etc. Quando são publicados estes fatos relevantes ao mercado, espera-se que haja uma reação dos investidores no intuito de que as cotações se ajustem. Muitas pesquisas foram realizadas na tentativa de verificar em qual velocidade estes ajustes ocorrem. Para que o mercado seja perfeito haveria a necessidade de que estes ajustes ocorressem de forma instantânea e não tendenciosa. Isto pode ser observado no gráfico (A) abaixo. Os

ajustes das cotações poderiam ser tanto positivos, caso as informações fossem boas, ou negativas quando as informações fossem ruins.

FIGURA 01 : Reações de mercado a novas informações



Fonte: DAMODARAM (1996, p. 211)

No gráfico (B) a reação do mercado é mais lenta, permitindo a obtenção de retornos adicionais após o anúncio da informação. No gráfico (C), apesar de o mercado reagir instantaneamente à nova informação, ela é exagerada. As cotações são corrigidas nos dias seguintes, fato que permitiria a obtenção de ganhos caso o investidor realizasse a venda.

No mercado brasileiro, Leite & Sanvicente (1990) realizaram um estudo objetivando verificar se a divulgação do valor patrimonial causava variações significativas nos preços das ações na Bolsa de Valores de São Paulo. As observações concentraram-se nos período de 2 de janeiro a 28 de abril de 1989. Foram calculados os retornos extraordinários e resíduos de 43 ativos, a partir do *CAPM*, 30 dias antes e 5 dias após a divulgação da data do evento. Os autores chegaram à conclusão de que a variação do valor patrimonial, a partir da divulgação dos dados dos demonstrativos financeiros, não possuía conteúdo informacional significativa.

Alguns outros testes, realizados principalmente no mercado americano, que se enquadrariam nos *estudos de eventos* seriam: analisar as reações de preços a mudanças de método contábil, à divulgação de mudanças de *rating* e reações à divulgação de fusões e aquisições de empresas.

2.5 TESTES DE INFORMAÇÕES PRIVADAS – SINALIZAÇÃO EVIDÊNCIA DA EFICIÊNCIA FORTE

O mercado é eficiente, como já colocado, quando os preços dos títulos refletem todas as informações disponíveis, não havendo dessa forma, nenhum ganho anormal, pois os preços se ajustariam prontamente ao surgimento de novas informações, inclusive para os *insiders*.

No mercado acionário existe um sentimento de que as pessoas que têm informações privilegiadas como *insider*, analistas e gerentes de carteira deveriam obter retornos maiores que o mercado. Os principais estudos que vêm sendo feitos para comprovar este tipo de *eficiência forte do mercado*, concentram-se: na verificação de obtenção de retornos maiores por parte dos *insiders*, uma vez que teriam informações antes do mercado e na questão de recomendações feitas por analistas de investimentos (emitem parecer de compra e venda sobre determinada ação). No mercado americano, como observa Damodaran (1996, p.231) as recomendações de venda feitas por analistas de investimentos afetam muito mais os preços adversamente do que as recomendações de compra afetam positivamente. Um outro tipo de estudo realizado é se os administradores de carteira conseguiriam obter retornos maiores que o mercado. As observações consistem em comparar o desempenho de fundos de investimentos com o mercado.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

3.1 O GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Os bancos possuem características peculiares que motivam uma análise separada das práticas de governança. Especificamente, segundo Wahlen (1994), instituições financeiras têm *disclosure* mais complexo que firmas não-financeiras e possuem regulamentação mais forte do governo do que as demais empresas.

De acordo com Levine (2003), crises bancárias podem ser conseqüências de regime de governança fraco. Tais crises podem incapacitar economias, desestabilizar governos, deteriorar mercados financeiros. Os bancos são firmas e possuem acionistas, credores, quadro de diretores de diretores, isto sugere que simplesmente se possa observar a governança dos bancos da mesma forma que das demais empresa, todavia, bancos possuem características específicas que inspiram uma análise mais criteriosa.

Primeiramente, os bancos evidenciam suas operações de forma mais complexas. Embora, a assimetria informacional esteja presente em todos os setores, evidências sugerem que esta assimetria seja maior nas instituições financeiras. (FURFINE, 2001). Por exemplo, as instituições financeiras podem alterar a composição de risco dos recursos mais depressa que a maioria das empresas não-financeiras, sem o conhecimento dos *stakeholders*, como exemplo, o colapso do Banco de Barings de Inglaterra em 1995 com as especulações do *trader* Nick Leeson. Ou seja, reside nestas empresas o conflito de interesses entre o controlador da firma e os demais acionistas minoritários, por isso existe a forte regulamentação no setor bancário.

Segundo, os bancos são pesadamente regulamentados pelo governo. Por causa da importância desse setor, por causa da complexidade dos recursos e porque bancos são uma fonte pronta de renda fiscal. Ao extremo, dos governos possuem seus próprios bancos. As instituições financeiras também são provedoras de recursos para negócios comerciais e serviços financeiros para a população e, também, de acesso ao sistema de pagamento. Além disso, alguns bancos têm como missão tornar crédito acessível e manter liquidez do mercado em situações difíceis de crédito.

A governança corporativa no setor bancário envolve a maneira pela qual os negócios e atividades destas instituições são dirigidos pelo conselho de administração, pelos diretores e executivos, isto influencia na forma como os bancos determinam seus objetivos, realizam suas atividades comerciais, consideram os interesses dos *stakeholders* e protegem seus depositantes.

3.2 O GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Em uma série de artigos, La Porta *et al* (1997, 1998, 1999, 2000, 2002), pesquisaram o efeito de diferentes níveis legais de tratamento dado aos minoritários em diversos países. Dentre estes estudos, a pesquisa realizada em 2002, com empresas de 33 países, os autores concluem que essas diferenças estariam relacionadas com a grande diversidade encontrada em relação ao grau de concentração de propriedade das firmas, ao desenvolvimento do mercado de capitais, à política de dividendos praticada e ao acesso da firma a novas fontes de financiamento externo. Constataram também que a abordagem legal é essencial para o entendimento das práticas de governança corporativa nos diversos países, pois a proteção aos acionistas varia substancialmente. Em países anglo-americanos

tal como Reino Unido, Canadá e Estados Unidos, onde a lei prevê extensa proteção ao acionista.

Nos mercados emergentes existem problemas estruturais quanto aos direitos dos investidores que podem distorcer o mercado, o que reduz o interesse do potencial acionista em participar na capitalização das empresas. Juntamente com esses fatores, a importância do controle das empresas em mercados como o Brasil, faz com que o ágio pago para se ter este controle seja excessivo, quando comparado com países desenvolvidos onde o interesse dos investidores minoritários é resguardado (ZINGALES, 2001).

Shleifer e Vishny *apud* Carvalho da Silva (2002) expõem também que a estrutura de controle e propriedade é, conjuntamente com proteção legal do país, um dos pontos determinantes da governança corporativa e aponta algumas razões:

- A concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma;
- A separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários;
- A identidade e a origem do capital dos proprietários (estrangeiro, familiar, estatal, institucional) é um indicativo de suas estratégias e prioridades.

No Brasil, para que esse panorama de deficiência na política de governança fosse atenuado, as empresas passaram a procurar uma forma de sinalizar aos seus investidores uma proteção adicional com a adoção de um sistema de governança mais forte. Com a abertura da economia brasileira na década de 90, o aumento dos investimentos estrangeiros no país e o processo de privatização de empresas estatais ocorreram esforços na busca de melhores práticas de governança

corporativa. Isto aconteceu, por meio do lançamento de ADRS no mercado norte-americano inicialmente pela empresas da Aracruz Celulose S.A e da Votorantim Celulose S.A.

Houve também no país iniciativas de melhorar o modelo de governança das empresas brasileiras destacaram-se a criação do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de Governança da BOVESPA, a nova Lei das S.As nº 10.303/01 e a regulamentação dos fundos de pensão pela Resolução CMN 2.829/01. Silveira (2004, p. 206) conclui:

Por fim, o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas companhias brasileiras depende fundamentalmente de ações institucionais e governamentais que facilitem o acesso ao capital pelas empresas com boas práticas de governança e que, principalmente, restrinjam o acesso ao capital externo por partes das empresas com práticas de governança ruim. A adoção das melhores práticas de governança representa um cumprimento do controlador em diminuir seus benefícios privados do controle, que são maiores em ambientes com fraca proteção legal.

Dentre as iniciativas da BOVESPA, o *Novo Mercado* é direcionado para empresas que pretendem abrir o seu capital. Neste ambiente são vendidas, exclusivamente ações ordinárias. Já os *Níveis Diferenciados de Governança – Níveis 1 e 2* visam destacar entre as empresas que já possuem papéis negociados no mercado aquelas que se comprometem em adotar regras mais rígidas dos que as constantes na legislação brasileira, para aumentar a transparência e aprimorar o grau de governança corporativa.

Com relação à entrada das empresas brasileiras no mercado acionário norte-americano, diversas são as razões alegadas pelas empresas para justificar sua adesão aos, por vezes onerosos, programas de ADRS. Dentre os benefícios esperados, costuma-se incluir: 1) maior liquidez em virtude da expansão do mercado onde as ações são negociadas; 2) mais estabilidade nos preços em consequência

da negociação das ações em um mercado mais eficiente; 3) aumento da exposição e melhoria da imagem da empresa. Silveira (2004, p.197) afirma que:

Com relação às empresas com ADRS negociados, percebe-se a tentativa de melhorar a proteção ao investimento mesmo não estando em um ambiente contratual satisfatório. Esse esforço parece compensar, ao menos parcialmente, o ambiente de fraca proteção legal ao investidor onde estão inseridas.

Com o conflito entre o agente-principal, os arranjos de governança corporativa e informação contábil converteram-se numa ferramenta de quebra da assimetria informacional. Ou seja, a contabilidade tenta homogeneizar as informações a todos os investidores da firma.

Segundo Bushman e Smith *apud* Ludícibus e Lopes (2004 p. 181):

A informação contábil (financeira ou societária) é produto da contabilidade da empresa e do sistema de informação para usuários externos que mensuram e evidenciam publicamente informações quantitativas aditadas relacionadas à posição financeira e performance de empresas abertas. Os sistemas de contabilidade financeira fornecem inputs diretos para os mecanismos de controle corporativos, da mesma forma que fornecem inputs diretos para os mecanismos de controle corporativos por intermédio da contribuição para as informações contidas nos preços das ações.

Compreender a dinâmica da informação contábil, a estrutura de controle e propriedade é extremamente importante, uma vez que influenciam diretamente na eficiência empresa no mercado. A princípio, eles indicam o grau de diversificação de risco dos acionistas. Também, demonstra um potencial problema de agência entre a direção da firma e acionistas minoritários. Ou seja, podem ocorrer conflitos de agência entre a administração e os acionistas, pois a primeira pode não estar maximizando o valor para os últimos. Quando há um agente que pode influenciar o controle de uma companhia, um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

4 HIPÓTESE DE TRABALHO

Neste estudo, para a pesquisa, foram utilizadas as seguintes hipóteses:

H_{0A}: Não é possível verificar diferenças entre empresas financeiras e não-financeiras quando se tenta determinar relação entre a divulgação de adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

H_{1A}: É possível verificar diferenças entre empresas financeiras e não-financeiras quando se tenta determinar relação entre a divulgação de adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

Adicionalmente verificou-se:

H_{0B}: É possível verificar diferenças entre o Itaú em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

H_{1B}: Não possível verificar diferenças entre o Itaú em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

H_{0C}: É possível verificar diferenças entre o Bradesco em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

H_{1C}: É possível verificar diferenças entre o Bradesco em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

H_{0D}: Não é possível verificar diferenças entre o Unibanco em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

H_{1D}: É possível verificar diferenças entre o Unibanco em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

H_{0E}: Não é possível verificar se o lançamento de ADRS pelos bancos brasileiros não tem efeito sobre o retorno anormal das ações

H_{1E}: É possível verificar se o lançamento de ADRS pelos bancos brasileiros não tem efeito sobre o retorno anormal das ações

5 MÉTODO DE ESTUDO DE EVENTOS

Segundo Camargos e Barbosa (2003), um estudo de evento consiste na análise do efeito de informações sobre os preços de ações de diferentes firmas. Tal metodologia é amplamente utilizada em teste de eficiências de mercados. Em pesquisas anteriores, como Sarlo Neto et al (2004), observa-se que preocupação

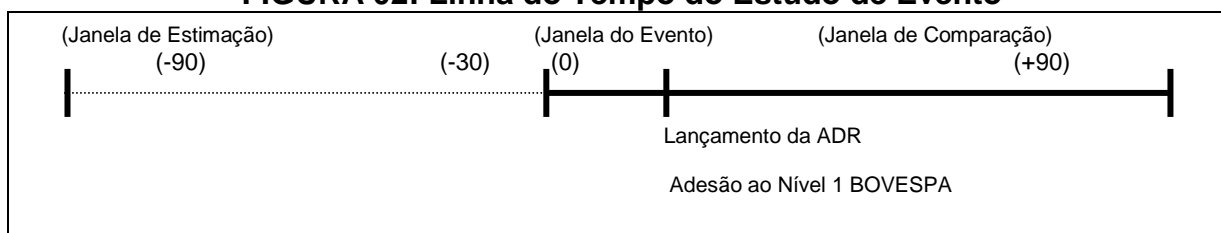
maior nesse método é avaliar a extensão em que o desempenho dos preços de títulos em dias próximos ao evento específico tenha sido anormal.

Desta forma o estudo foi realizado sobre uma base de dados formada pelas ações (BOVESPA) e ADRS (NYSE) negociados, dos bancos brasileiros. As informações sobre as empresas foram obtidas por meio do banco de dados Económica e sites dos bancos e bolsas de valores.

A pesquisa analisou o período de 1997 a 2002, que contempla os dias em que houve negociação nas bolsas de valores (Bolsa de Nova Iorque e BOVESPA) antes e após a data do evento. Para a análise posterior dos dados coletados, ficou definido:

- **Data do Evento:** considerou-se a data da primeira negociação das ações de bancos listados nos Níveis 1 de Governança Corporativa da BOVESPA e a data de lançamento do ADR no mercado americano, ou seja a chamada data (0). O período de pós-evento engloba os dias de (-30) a (0), sendo o período de pré-evento englobado pelos dias (0) e (+90). Dessa forma, a amplitude do evento é de 120 dias, com início de 1 mês (-30) antes do evento e com término de 3 meses após (+90), de acordo com a Tabela 1:

FIGURA 02: Linha do Tempo do Estudo de Evento



Fonte : Elaborado pelo autor.

Como apresentado no primeiro capítulo, a pesquisa investiga os efeitos das práticas de governança corporativa (regime de governança brasileiro e norte-americano) sobre retornos de das ações das instituições bancárias do mercado brasileiro. Para tanto foi formulada a seguinte questão:

Q₁: Como os preços das ações reagem frente à divulgação adesão de práticas de governança corporativa em diferentes mercados (norte-americano e brasileiro)?

Para responder a esta pergunta será utilizado o modelo para cálculo do retorno anormal.

- Cálculo do Retorno: Segundo Soares, Rostagno, Talamini e Soares (2004) a forma de cálculo do retorno anormal é um dos pontos mais importantes em um estudo de evento, uma vez que é com base na constatação da existência de retornos anormais é que o pesquisador pode vir a inferir algo sobre a influência do evento nos preços dos títulos da empresa.

Com a adoção da capitalização contínua, onde o preço de um título é dado por:

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

Uma vez que se está utilizando apenas um período, ou seja, $t = 1$, onde:

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

A expressão pode ser reescrita da seguinte forma:

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

Extraindo o logaritmo natural dos dois lados da igualdade obtêm-se:

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

que pelas propriedades do logaritmo é equivalente a:

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

- **Cálculo do Modelo Retornos Ajustado ao Risco e ao Mercado:** De acordo com Camargos e Barbosa (2003), este modelo estatístico relaciona linearmente o retorno de um determinado ativo financeiro com retorno do portfólio do mercado.

A fórmula de cálculo dos retornos normais é:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Sendo:

$R_{i,t}$ = retorno observado do título i no período t ,

$R_{m,t}$ = retorno observado da carteira de mercado no período t , sendo este termo considerado o estimador para o retorno observado, $E(R_{mt})$;

$\varepsilon_{i,t}$ = Erro da empresa, no período t .

α_i e β_i = mínimos quadrados ordinários individuais a ser estimado que foram calculados fora da janela do evento, para evitar influências no seu desempenho.

- **Retorno Anormal:** O retorno anormal de qualquer ativo pode ser obtido pela diferença entre a taxa de retorno do ativo (R_{it}) e a taxa de retornos normais utilizados. Camargos e Barbosa(2003):

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (6)$$

• **Retorno Normal Acumulado:** Segundo Camargos e Barbosa(2003), para avaliar como a informação, no caso específico dessa pesquisa a entrada nos níveis de governança (Brasil e Estados Unidos), difundiu-se no dias subseqüentes, utiliza-se o *Cumulative Abnormal Return* (CAR), expresso por:

$$CAR_t(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (7)$$

posteriormente, calculou-se o índice do retorno acumulado que índice do retorno acumulado demonstra o comportamento da ação durante a janela do evento.

$$ICAR = \frac{\sum CAR_{it}}{n} \quad (8)$$

No cálculo dos retornos diários das ações, foram consideradas as cotações de fechamento, sendo os preços em moeda ajustados pela inflação (IGP-DI). As datas dos eventos foram, ainda, conferidas no site da BOVESPA.

TABELA 01: Datas da Listagem dos Bancos Brasileiros

Banco	Data da Adesão	NGB*/ ADRS**
Itaú	26/06/2001	NBG
Unibanco	26/06/2001	NBG
Bradesco	26/06/2001	NBG
Itaú	21/02/2002	ADR Nível 2
Unibanco	22/05/1997	ADR Nível 1
Bradesco	21/11/2001	ADR Nível 1

Legenda:

* NGB – Adesão ao Nível de Governança da Bovespa.

**ADRS – Lançamento de ADRS.

6. COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

6.1 COLETA DE DADOS

A amostra englobou os 3 bancos mais líquidos listados na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA): Itaú, Unibanco e Bradesco. Tais bancos, são os únicos a

participar do Nível de Governança da Bovespa e que lançaram ADRS. Foi também coletada as ações das 35 empresas que possuem ADRS negociados na *New York Stock Exchange* NYSE para verificar a performance do retorno das ações dos bancos frente às empresas de outros setores. Dessa forma, as empresas analisadas estão situadas no período de 1997 a 2002. Observou-se as seguintes características e sua influencia sobre as empresas pesquisadas::

a) Regulamentação Específica:

- Financeiras;
- Não –Financeiras.

b) Tipos de Ações :

- Ordinárias: cotação diária
- Ordinárias: cotação trimestral
- Preferenciais: cotação diária
- Preferências: cotação trimestral

6.2 ANÁLISE DOS DADOS

Para análise dos dados foram observados os seguintes critérios:

- Foram retiradas da amostra as empresas que não dispunham de cotações nos dias do período analisado;
- A amostra selecionou as 38 empresas emissoras de ADRS, incluindo os três bancos mais líquidos , Itaú, Unibanco e Bradesco.

TABELA 02: Estatística Descritiva das Empresas – Cotações Trimestrais

Média dos Retornos Anormais Empresas Financeiras		Média dos Retornos Anormais Empresas Não-Financeiras	
Ações Preferências – Cotações Trimestrais		Ações Preferências – Cotações Trimestrais	
Média	0,33811507	Média	-0,026102643
Erro padrão	0,03329811	Erro padrão	0,020854832
Mediana	0,31630367	Mediana	-0,007119968
Desvio padrão	0,13319243	Desvio padrão	0,083419326
Variância da amostra	0,01774022	Variância da amostra	0,006958784
Curtose	-0,979225	Curtose	2,040638322
Assimetria	0,25540093	Assimetria	-1,112516673
Intervalo	0,43561634	Intervalo	0,327523024
Mínimo	0,15230679	Mínimo	-0,23007895
Máximo	0,58792313	Máximo	0,097444073
Soma	5,40984114	Soma	-0,417642296
Contagem	16	Contagem	16
Maior(1)	0,58792313	Maior(1)	0,097444073
Menor(1)	0,15230679	Menor(1)	-0,23007895
Nível de confiança(95,0%)	0,07097328	Nível de confiança(95,0%)	0,044451049

TABELA 03: Teste Z Para Duas Médias – Cotações Trimestrais

	Média dos Retornos Anormais Empresas Financeiras Ações Preferências Cotações Trimestrais	Média dos Retornos Anormais Empresas Não-Financeiras Ações Preferências Cotações Trimestrais
Média	0,338115071	-0,026102643
Variância	0,017740223	0,006958784
Observações	16	16
Hipótese da diferença de média	0	
z	-0,270033612	
P(Z<=t) uni-caudal	7,24E-10	
t crítico uni-caudal	1,708140189	
P(Z<=t) bi-caudal	1,45E-09	
t crítico bi-caudal	2,05953711	

Através da apuração dos dados foi possível constatar que ao nível de significância de 5% o Z calculado é -0,270 e o *p-value* é 2,059, o que indica que o A adesão ao nível de governança da BOVESPA na média não tem efeito significativo sobre o preço das ações tanto nas empresas financeiras e não-financeiras demonstrando que H_{0A} é aceita.

TABELA 04: Estatística Descritiva das Empresas – Cotações Diárias

Média dos Retornos Anormais Empresas Financeiras Ações Preferências – Cotações Diárias		Média dos Retornos Anormais Empresas Financeiras Ações Preferências – Cotações Diárias	
Média	4,30003E-05	Média	-0,00027
Erro padrão	0,000828754	Erro padrão	0,0012597
Mediana	-0,000434399	Mediana	-0,000287
Desvio padrão	0,009116297	Desvio padrão	0,0138568
Variância da amostra	8,31069E-05	Variância da amostra	0,000192
Curtose	0,562764772	Curtose	-0,027964
Assimetria	0,186409274	Assimetria	0,1593564
Intervalo	0,052636015	Intervalo	0,0709749
Mínimo	-0,028379075	Mínimo	-0,033928
Máximo	0,02425694	Máximo	0,0370465
Soma	0,005203035	Soma	-0,032621
Contagem	121	Contagem	121
Maior(1)	0,02425694	Maior(1)	0,0370465
Menor(1)	-0,028379075	Menor(1)	-0,033928
Nível de confiança(95,0%)	0,001640875	Nível de confiança(95,0%)	0,0024941

TABELA 05: Teste Z Para duas Médias – Cotações Diárias

Por meio da análise estatística, foi obtidos um Z calculado de -0,0411 e um p-value de 0,967 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_{0A} .

TABELA 06: Teste Z Para duas Médias – Itaú X Média dos Bancos Bradesco e Unibanco

Teste de Hipóteses	
α	0,05
Z observado	-0,13
p-value	0,90

Com base na Tabela 6, falha-se em rejeitar a hipótese H_{0B} , de não é possível verificar diferenças entre o Unibanco em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

FIGURA 03 – Gráfico Retornos Anormais Itaú X Média dos Bancos

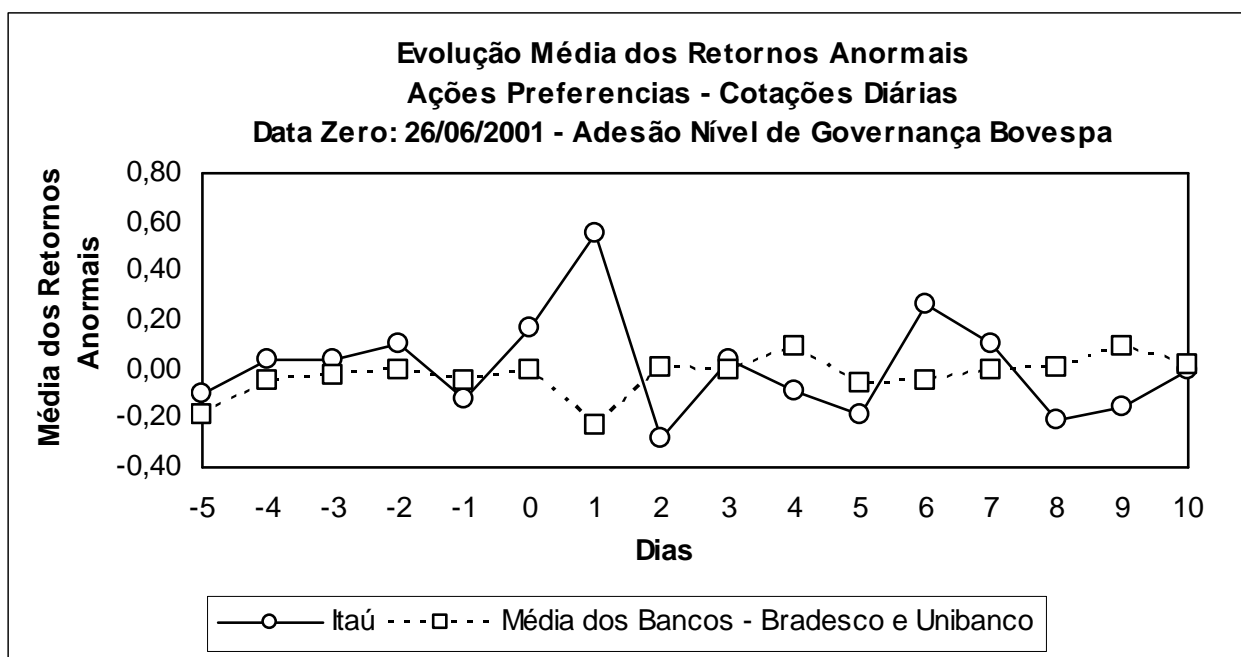


TABELA 07: Teste Z Para duas Médias – Bradesco X Média dos Bancos Itaú e Unibanco

Teste de Hipóteses	
α	0,05
Z observado	-0,01
p-value	0,99

Com base na Tabela 7, falha-se em rejeitar a hipótese H_{0c} , de não é possível verificar diferenças entre o Bradesco em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

FIGURA 04 – Gráfico Retornos Anormais Bradesco X Média dos Bancos

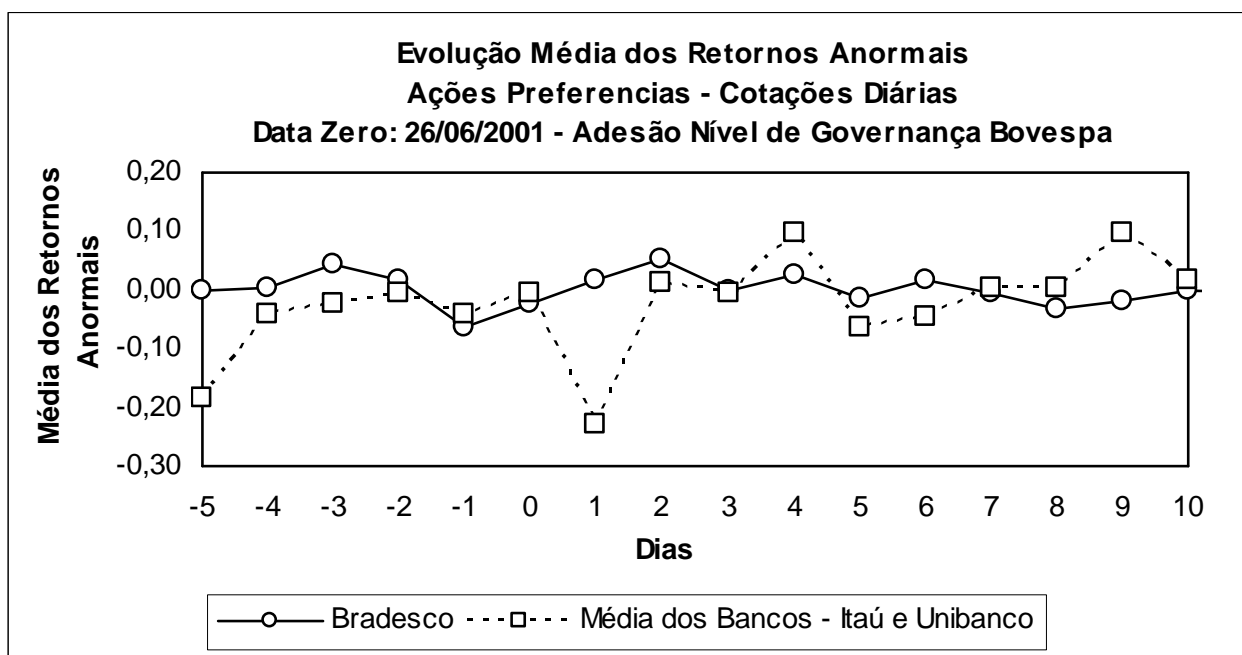


TABELA 08: Teste Z Para duas Médias – Unibanco X Média dos Bancos Itaú e Bradesco

Teste de Hipóteses	
α	0,05
Z observado	0,13
p-value	0,89

Com base na Tabela 8, falha-se em rejeitar a hipótese H_{0D} , de não é possível verificar diferenças entre o Unibanco em relação ao demais bancos quando se tenta determinar relação entre a divulgação da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA e a variação no retorno anormal das ações .

FIGURA 05 – Gráfico Retornos Anormais Unibanco X Média dos Bancos

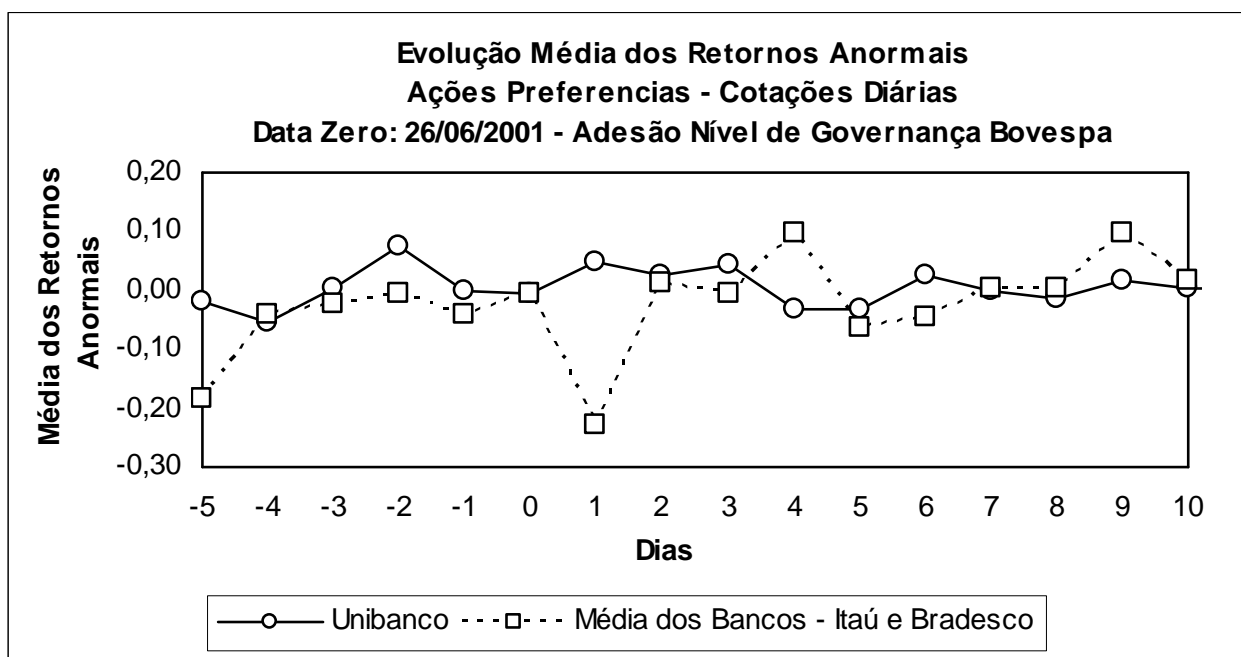


TABELA 09: Retorno Anormal Acumulado – Lançamento de ADRS

Ação	CAR_i
Itaú PNB	0,0131454544
Itaú PN	0,0151897822
Itaú ON	0,0184403930
Itaú PN	0,0179519742
Unibanco PN	-0,0021418531
Unibanco ON	-0,0010100684
Bradesco PN	0,0020724737
Bradesco PN	0,0239136728

Foi realizado teste de sinais por posto, por meio da análise estatística f do teste não-paramétrico Mann-Whitney e o nível de significância estabelecido em 5%, como tentativa de verificar se na média essa variação entre número positivo e negativos do CAR_i representa apenas um evento aleatório em torno do evento estudado.

Esse teste levou em consideração um α de 0,05 e em H_{0E} o lançamento de ADRS pelos bancos brasileiros não tem efeito sobre o retorno anormal das ações.

Por meio da análise estatística, foi obtido um Z calculado de -0,1230 e um *p-value* de 0,0455, indicando que ao nível de significância de 5% não é possível afirmar que o lançamento de ADRS dos bancos brasileiros tenha efeito significativo sobre o retorno anormal das ações, aceitando H_{0E} .

7 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta pesquisa teve com objetivo verificar do impacto do anúncio do lançamento e da emissão de ADRs por parte de empresas financeiras brasileiras no mercado norte-americano e a adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Para a análise desse estudo foi utilizado um estudo de evento os 3 bancos mais líquidos, Itaú, Unibanco e Bradesco.

Complementarmente, foram analisadas as empresas emissoras de ADRs que, utilizando como parâmetro a data de anúncio e emissão do título no mercado dos bancos para verificação das possíveis discrepância entre empresas financeiras e não-financeiras, para tanto foi considerada a data zero de entrada dos bancos nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Após a realização dessa análise, não foi possível constatar nessas empresas não há uma discrepância entre os retornos anormais ocasionados pelo anúncio da adesão aos dos níveis de governança corporativa da BOVESPA e lançamento de ADRS entre as empresas não-financeiras.

Também, não foi 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.

Todavia, para os resultados obtidos e conclusões apresentadas deve-se considerar as limitações da amostra analisada.

Como sugestão para futuras pesquisas, aconselha-se o aumento da amostra analisada com as empresas de outros setores da economia, como forma de atenuar as limitações do estudo de eventos.

8 REFERENCIAS

BALL, R. J. And BROWN, W.. **An empirical evaluation of accounting income numbers**. Journal of Accounting Research, Vol. 6, p.159-178, Autumn 1968.

BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart. **Princípios de finanças empresariais**. 3^a ed. Portugal: Editora McGraw-Hill de Portugal Ltda, 1992.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: um análise das emissões de ADRS brasileiros no período de 1992-1997**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2002.

CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, FAN, Joseph, LANG, Larry. **Expropriation of minority shareholders in East Asia**. Unpublished Working Paper, The World Bank: Whashington, DC, 1999.

COSTA, Fábio Moraes da. **Ajustes aos US-GAAP: Estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRS Negociados na Bolsa de Nova Iorque**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2005.

COSTA Jr., N. C. A. da ; LEAL, Ricardo Pereira Câmara ; LEMME, C. F. ; LAMBRANHO, P. . O Impacto da Dupla Negociação: Um Estudo de Eventos de Adr Brasileiros. *Revista de Administração (USP)*, SÃO PAULO, v. 33, n. 4, 1998.

CARVALHO, A. G. . Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. In: 3o. **Encontro Brasileiro de Finanças**, 2003, São Paulo. Anais do 3o. Encontro Brasileiro de Finanças, 2003.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed.,1996

FAMA, Eugene F. Efficient capital market: II. **The Journal of Finance**, p. 1.575-1.617, 1991.

_____. , Eugene. F. Agency Problems and the Teory of the Firm. **Journal of Political Economy**, 1980.

FRANCIS, Jack Clark. *Investments: Analysis and Management*. New York: MacGraw-Hill, 5th ed., 1991.

FREZATTI, Fábio. Zimmerman versus Lukka & Mouritsen: uma pesquisa empírica sobre os resultados econômicos e o perfil da contabilidade gerencial. In: ENANPAD, 28, 2004, Curitiba. **Anais em CD-ROM**.

FURFINE, C.H. 2001. Banks as monitors of other banks: Evidence from the Overnight Federal Funds Market, **Journal of Business**, 74, 33-57.

HIROTA, Shinichi, KAWAMURA, Kohei. **What Makes Autonomous Management do Well?:** Corporate Governance Without External Controls. Mar. 2002. Disponível em: Acesso <http://ssrn.com/abstract_id=302383>. Acesso em: 02 jan. 2005.

IUDÍCIBUS, Sérgio de ; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**, São Paulo, Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sérgio de;. **Teoria da contabilidade**, 6ª ed. São Paulo, Atlas, 2000

JENSEN, G.; SOLBERG, D.; ZORN, T. Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, p. 247-263, 1992.

JENSEN, M.C & MECKLING, W. H . **Coordination, Control and the Management of Organizations**, Harvard Business School, Working paper, 1999.

LA PORTA, R., Lopes-de-Silanez F. Shleifer. 2000. A. Agency Problems Around the World. **Journal of Finance**, Vol. 55, Feb.

_____. Government Ownership of Banks. **Journal of Finance**, Vol. 57. 2002

_____. Corporate ownership around the world, **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-518, 1999.

_____. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. Revista de Administração Contemporânea, v. 6, n.1, p. 07-18, 2002.

LEAL, R.; CASTRO, V; CARVALHAL DA SILVA, A. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: Ed. E-Papers, 2002.

LEAL, R.; OLIVEIRA, C. **An evaluation of board practices in Brazil**. Corporate Governance, v. 2, n. 3, p. 21-25, 2002.

LEITE, Hélio de Paula & SANVICENTE, Antônio Zoratto. Valor Patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. **Revista de Administração de Empresas**. Rio de Janeiro, v.30 n3,1990, p. 17-31.

LEVINE, David M.; BERENSON, Mark L.; STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações; usando Microsoft Excel em português**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1998.

LEVINE, Ross. **The Corporate Governance of Banks A Concise Discussion of Concepts and Evidence**. July 21, 2003. Disponível em <<http://www.cpwf.com.au/bank.pdf>>. Acesso em 02 jan. 2002.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, **Review of Economics and Statistics**, v. 47, p; 13-37, 1965.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2001.

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

MORCK, Randall, NAKAMURA, Masao. Banks and corporate control in Japan. **Journal of Finance**, v. 54, n. 1, p. 319-340, February, 1999.

OHLSON, James. **Earnings, book value, and dividends equity valuation**. **Contemporary Accounting Review**, v. 74, °1, o. 40-48

RAGHURAM, R.; ZINGALES, L . **The Governance of the New Enterprise in Corporate Governance**, X. Vives (ed.) Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2000.

SARLO NETO, Alfredo; LOSS, Lenita; NOSSA, Valcemiro; TEIXEIRA; Aridélmo J.C. Uma investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro. In: ENANPAD, 28, 2004, Curitiba. **Anais em CD-ROM**.

SHARPE, W., Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, **Journal of Finance** v. 19, 425-442, 1964.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783, 1997.

THROSTENSEN, Vera Helena. **A Teoria de Eficiência no Mercado de Capitais: Uma Revisão da Literatura e dos Trabalhos Empíricos. O Modelo de Random Walk aplicado ao Índice de Ações Bovespa**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 1976.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração) – Departamento de Administração – FEA/USP. 2004.

XIE, Biao, DADALT, Peter J., DAVIDSON, Wallace N., **Earnings Management And Corporate Governance: The Roles Of The Board And The Audit Committee.** Jul. 2001. Disponível em: Acesso <http://ssrn.com/abstract_id=304195>. Acesso em: 25 mar. 2005.

YIN, Robert K. **Estudo de caso** : planejamento e métodos. Porto Alegre : Bookman, 2001.

WAHLEN, J. (1994). **The nature of information in commercial bank loan loss disclosures.** The Accounting Review, v. 69, p. 455-478.

WATTS, Ross L., ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive Accounting Theory.** New Jersey: Princete-Hall, 1986.

APÊNDICES

Anexo 1 - Retorno Anormal – Adesão ao Nível de Governança Bovespa Cotações Diárias – Ações Preferenciais

Evento	Retorno Anormal Itau	Retorno Anormal Bradesco	Retorno Anormal Unibanco	Retorno Normal Acumulado Média dos Bancos
-30	-0,001207431	-0,00997456	-0,01995681	-0,0103796
-29	0,0016006	-0,002683857	-0,054864797	-0,018649351
-28	0,043388248	0,009620194	0,001969272	0,018325905
-27	0,01738008	-0,005906152	0,074060145	0,028511358
-26	-0,062671909	-0,001634495	-0,000821089	-0,021709164
-25	-0,024740812	-0,024594648	-0,004782965	-0,018039475
-24	0,016391196	0,006980758	0,049735764	0,024369239
-23	0,053117626	0,033751001	0,024270892	0,037046506
-22	-0,001689347	0,016057227	0,042173452	0,018847111
-21	0,025408489	0,011317727	-0,033719259	0,001002319
-20	-0,016250664	-0,014787155	-0,030057619	-0,020365146
-19	0,017584821	-0,012497104	0,025525718	0,010204478
-18	-0,003329187	-0,005258029	-0,001064797	-0,003217338
-17	-0,032605116	-0,019942292	-0,013692269	-0,022079892
-16	-0,01689975	0,000529294	0,016080082	-9,67911E-05
-15	-0,001842284	-0,005780822	0,002232625	-0,001796827
-14	-0,015621179	-0,020895225	0,002967217	-0,011183062
-13	0,027359201	0,012102368	-0,0082394	0,010407389
-12	-0,011131801	0,021826609	-0,003317533	0,002459092
-11	-0,035084401	-0,012681448	0,010966142	-0,012266569
-10	-0,004039644	-0,006312919	-0,015843953	-0,008732172
-9	0,003170718	0,038380985	0,010803772	0,017451825
-8	0,00071637	-0,040842581	-0,005991358	-0,015372523
-7	0,000785268	0,007197854	0,006375726	0,004786283
-6	0,02208581	0,001434181	-0,000953965	0,007522009
-5	-0,037777716	-0,007019811	-0,040763572	-0,028520366
-4	0,020135455	-0,002063597	0,025372352	0,014481403
-3	0,017110163	-0,016522814	0,021355146	0,007314165
-2	0,021995637	0,026625896	-0,016286089	0,010778481
-1	0,021570906	0,006595283	0,002576223	0,010247471
0	-0,03609839	-0,016318385	0,019750797	-0,010888659
1	-0,005419393	0,015846712	-0,007154759	0,001090853
2	0,016080401	-0,002830269	-0,014074258	-0,000274709
3	0,027254973	0,001150933	0,012519199	0,013641702
4	-0,020275276	0,019256445	0,017418666	0,005466612
5	-0,023451289	-0,016377625	0,031771995	-0,00268564
6	-0,0075708	-0,002258637	-0,006150893	-0,005326777
7	-0,037206468	-0,009825466	0,001853575	-0,015059453
8	0,014924931	-0,012054626	-0,016322082	-0,004483926
9	-0,004082311	0,011976883	-0,009390806	-0,000498745
10	-0,002943024	-0,02383496	-0,01939849	-0,015392158
11	0,045638625	0,011207086	0,00442945	0,020425054
12	0,007558983	0,042569234	0,00707672	0,019068312
13	-0,03001615	-0,007302708	0,009718115	-0,009200248
14	-0,020415504	-0,028687747	-0,012951599	-0,02068495
15	0,005083851	0,002693312	-0,008638036	-0,000286958
16	0,018063175	0,011956703	-0,000563296	0,009818861
17	-0,01012043	1,97645E-05	-0,023138031	-0,011079565
18	-0,011672846	9,17811E-05	0,025968394	0,004795776
19	0,013354206	-0,014536699	-0,020807479	-0,007329991
20	-0,012266755	-0,00573379	-0,009457648	-0,009152731
21	-0,014443361	0,007686451	0,001781749	-0,001658387

22	0,018328925	0,004861356	-0,004496205	0,006231358
23	0,018965807	0,005544125	0,003670844	0,009393592
24	0,012035182	0,006476788	0,016428187	0,011646719
25	-0,013798524	-0,013236097	0,006790984	-0,006747879
26	-0,041074458	0,011479387	-0,010987756	-0,013527609
27	8,19715E-05	0,003851025	-0,001867004	0,000688664
28	0,030801448	0,032804298	-0,016035344	0,015856801
29	0,003093023	0,002976743	-0,00117001	0,001633252
30	0,015801508	0,001818043	0,000815253	0,006144935
31	0,005198896	0,015552365	0,009910512	0,010220591
32	-0,020424802	-0,007300199	0,014053139	-0,004557287
33	-0,019987809	-0,022614093	-0,009821551	-0,017474484
34	0,001549758	0,00823925	0,006148539	0,005312516
35	0,004950255	-0,020156169	-0,006962728	-0,007389547
36	-0,000554557	-0,004625491	-0,003570824	-0,002916957
37	-0,013129689	0,004491869	-0,029072769	-0,012570197
38	-0,022348661	0,000165744	0,006488386	-0,00523151
39	0,019269054	0,003291453	-0,002878703	0,006560601
40	0,003744564	0,020887537	-0,002856005	0,007258699
41	-0,001391865	-0,002485877	0,007067466	0,001063241
42	-0,016426274	-0,034413033	-0,009916935	-0,020252081
43	-8,63766E-05	-0,01376571	-0,000452038	-0,004768041
44	0,000647324	0,027453748	-0,011652751	0,005482774
45	-0,001832743	-0,008675852	-0,002390268	-0,004299621
46	-0,005971984	0,010519845	-0,00437524	5,75403E-05
47	-0,005726151	0,002966462	-0,029346492	-0,01070206
48	-0,017789822	0,000526148	0,001390956	-0,005290906
49	0,007827595	0,008596304	-0,019983155	-0,001186419
50	0,01098051	0,003820842	-0,006359355	0,002813999
51	0,010536674	-0,00298342	-0,018373452	-0,003606733
52	-0,002406669	0,014020252	-0,039696331	-0,009360916
53	0,004226537	0,018805244	0,046664295	0,023232025
54	0,015773974	-0,008258815	-0,033670496	-0,008718446
55	-0,003450042	-0,009559249	-0,022023081	-0,011677457
56	-0,012698901	-0,034494006	-0,054592352	-0,03392842
57	0,009588125	-0,006081675	0,008541505	0,004015985
58	0,04489856	0,038385331	-0,010956846	0,024109015
59	0,018720312	-0,026308776	-0,004982788	-0,004190417
60	-0,0265837	-0,001849381	-0,000861746	-0,009764942
61	-0,013156417	-0,037354251	-0,034253145	-0,028254604
62	0,028419312	0,042411913	0,03545599	0,035429072
63	0,025235463	-0,007490232	0,035559992	0,017768408
64	0,008997814	0,017581476	-0,004973241	0,007202016
65	-0,019444903	0,006146078	-0,023244071	-0,012180965
66	0,011486081	0,040322473	-0,004197812	0,015870247
67	-0,026842623	0,002906436	-0,018332667	-0,014089618
68	-0,02399664	-0,003178149	0,066596689	0,013140633
69	0,001712033	0,011785505	0,055986293	0,023161277
70	0,021174287	-0,017400955	0,009451382	0,004408238
71	-0,029219283	-0,03506868	-0,02300015	-0,029096038
72	0,016375406	-0,020015069	0,005624195	0,00066151
73	-0,013353489	-0,010788177	0,02412397	-5,89878E-06
74	-0,018792955	-0,015410536	0,056731669	0,007509393
75	0,025946241	0,029893877	0,026995626	0,027611915
76	-0,03547716	-0,018364799	-0,021509038	-0,025116999
77	0,022274815	-0,014089618	0,027491234	0,011892143
78	0,000643453	0,01589718	0,000478457	0,00567303
79	0,021450665	0,00641889	0,011898943	0,013256166
80	-0,025616568	-0,004259741	-0,011331053	-0,013735788

81	-0,003142495	-0,003538825	-0,011594871	-0,006092064
82	0,02535551	0,01632275	-0,006986055	0,011564068
83	-0,010088359	-0,002187907	0,017998764	0,001907499
84	-0,009596666	-0,0128305	-0,018442384	-0,013623183
85	-0,001521553	-0,019943558	0,002626511	-0,006279533
86	-0,022371888	-0,027438168	0,001428346	-0,016127237
87	0,005295174	-0,010664953	-0,021397967	-0,008922582
88	0,001378636	0,003416902	-0,011523837	-0,002242766
89	0,009836561	0,020555694	0,003582267	0,011324841
90	-0,025686788	0,012202522	0,012146824	-0,000445814

Anexo 2 - Retorno Anormal – Lançamento de ADRS Cotações Diárias Ações Preferenciais

Evento	Retorno Anormal Itaú	Retorno Anormal Bradesco	Retorno Anormal Unibanco	Retorno Normal Acumulado Média dos Bancos
-30	-0,003379891	-0,01074509	0,020799967	0,002224996
-29	-0,013893409	0,002368145	-0,11044851	-0,040657925
-28	0,018754334	0,011795481	0,0465824	0,025710739
-27	0,00201057	0,001415453	-0,018712417	-0,005095465
-26	0,013129841	-0,000218186	-0,00975875	0,001050968
-25	-0,006376818	0,003754884	-0,032908025	-0,01184332
-24	0,027302273	-0,00929429	-0,03924337	-0,007078462
-23	0,000844142	-0,005841405	-0,046838203	-0,017278489
-22	0,025378736	-0,005675557	-0,022833432	-0,001043418
-21	-0,015182548	-0,006826742	-0,033193314	-0,018400868
-20	-0,012471928	-0,001667549	0,050228506	0,012029676
-19	-0,012627234	0,002710622	0,058825622	0,016303003
-18	0,020962176	-0,000190779	-0,016986477	0,00126164
-17	-0,025112939	0,002442438	-0,015896356	-0,012855619
-16	0,02042188	0,002253189	0,057326251	0,026667107
-15	0,021616855	0,007435683	0,060155311	0,02973595
-14	0,010001308	0,006027144	0,014362472	0,010130308
-13	-0,008339707	-0,003415552	-0,040069403	-0,017274888
-12	0,012391037	-0,001329792	0,049284026	0,02011509
-11	0,014001378	-0,00556267	-0,047226361	-0,012929217
-10	-0,007710569	-0,00370547	0,043400966	0,010661642
-9	-0,035497602	0,002721931	0,075444958	0,014223096
-8	0,008500003	-0,013213609	-0,012517092	-0,005743566
-7	-0,037938266	-0,018008807	-0,027810005	-0,027919026
-6	0,024328854	-0,001623472	-0,022458691	8,22303E-05
-5	0,028258885	0,001371463	-0,018697212	0,003644379
-4	-0,003214627	0,003365249	0,005562171	0,001904264
-3	-0,027049031	-0,006613244	0,067050111	0,011129279
-2	0,013242882	-0,006613957	0,044756837	0,017128587
-1	0,004034113	-0,005178625	0,095588535	0,031481341
0	0,001491327	-0,005650272	0,091838874	0,029226643
1	-0,022496883	0,000411637	0,064833061	0,014249272
2	0,003296092	0,00156399	-0,013063956	-0,002734624
3	-0,010615412	-0,001862089	-0,030092727	-0,014190076
4	-0,029764388	-0,005238804	0,048879256	0,004625355
5	-0,005596095	-0,006569493	0,071768335	0,019867582
6	-0,013937007	-0,000655819	-0,041314912	-0,018635913
7	3,6857E-05	-0,003049698	-0,072907805	-0,025306882
8	0,021811702	-0,007689524	-0,014373923	-8,3915E-05
9	-0,002434442	0,006122768	-0,005489537	-0,000600404
10	0,01261184	0,002738881	0,103574372	0,039641698
11	-0,008935016	0,004763308	-0,019132229	-0,007767979

12	-0,021839004	-0,005710604	0,001917114	-0,008544165
13	0,015655294	0,008648149	0,010336505	0,011546649
14	0,03059846	-0,00777393	0,018656817	0,013827116
15	0,02062598	-0,000122022	-0,003724784	0,005593058
16	-0,007286352	0,008758178	-0,003932311	-0,000820162
17	-0,027749942	-0,000340744	0,005206142	-0,007628181
18	0,016602387	-0,007128952	-0,060664603	-0,017063723
19	-0,024821309	0,006249005	0,003844847	-0,004909152
20	-0,01763153	-0,003068853	0,007868077	-0,004277435
21	0,00627005	0,002038946	-0,029045287	-0,006912097
22	0,009688274	-0,005388183	-0,002775606	0,000508162
23	-0,009937046	3,7818E-06	-0,000276431	-0,003403232
24	0,016653521	-0,00168878	-0,036498402	-0,007177887
25	-0,012280761	0,000688401	0,053088856	0,013832166
26	-0,007231266	-0,001170436	0,037761664	0,009786654
27	0,003058468	0,003457292	-0,002474152	0,001347203
28	-0,005384652	-0,001420381	-0,019676982	-0,008827338
29	0,01176639	-0,003419793	0,037120765	0,015155788
30	0,000592957	-0,001247609	-0,012901216	-0,004518623
31	-0,012472287	0,001211091	0,001950207	-0,003103663
32	0,008538313	-0,001890676	0,021675806	0,009441148
33	-0,011268767	0,000710483	-0,027910399	-0,012822895
34	-0,010214841	-0,001267726	-0,030699686	-0,014060751
35	-0,025489132	-0,000395324	-0,067303025	-0,031062494
36	0,006234798	-0,002002651	-0,066179807	-0,02064922
37	-0,012930721	0,001827917	-0,008690585	-0,006597796
38	-0,01258184	-4,89048E-05	0,021150003	0,002839753
39	-0,038724986	0,001977684	-0,0798763	-0,038874534
40	0,016040805	0,003357931	0,05049052	0,023296419
41	-0,006442936	0,001258254	0,068664016	0,021159778
42	0,004242361	0,002033576	0,01230958	0,006195172
43	0,012637733	0,002594981	0,051344804	0,022192506
44	-0,000908347	0,002435214	-0,032256323	-0,010243152
45	-0,003484772	0,004614582	-0,015196653	-0,004688948
46	-0,024475707	0,002948394	-0,007788798	-0,009772037
47	0,012744487	0,003373243	-0,007446663	0,002890356
48	-0,002723435	0,003482827	0,035197644	0,011985679
49	-0,020471914	0,00479141	0,011246526	-0,001477993
50	0,016267131	0,007296275	0,011890407	0,011817937
51	0,016389646	0,00762649	0,005846932	0,009954356
52	0,031960923	0,01481769	0,029689524	0,025489379
53	-0,02574788	0,005423419	0,071432361	0,017035967
54	-0,003672441	0,007932319	-0,06618223	-0,020640784
55	-0,0056617	-0,001918795	0,048453939	0,013624481
56	-0,012126934	0,01409522	0,035355946	0,012441411
57	-0,007412486	0,005527758	-0,125588494	-0,042491074
58	-0,007880326	0,013302462	-0,033848306	-0,00947539
59	-0,02240783	-0,008988374	-0,006126801	-0,012507669
60	-0,028878372	0,00946127	0,024114334	0,001565744
61	0,03200369	-0,008633344	-0,116930837	-0,03118683
62	-0,0182724	-0,006318896	0,009130235	-0,005153687
63	-0,033935528	0,020248439	0,07566913	0,02066068
64	-0,010991391	0,00706034	0,029898555	0,008655834
65	-0,008310167	-0,002625678	0,099275742	0,029446632
66	0,042316481	-0,00301984	-0,057155352	-0,005952904
67	0,036166332	-0,001646323	-0,043445195	-0,002975062
68	0,015028455	-0,004236932	-0,028471951	-0,005893476
69	0,002063356	0,001656716	-0,017119594	-0,004466507
70	-0,001613509	0,006756257	0,024833462	0,00999207

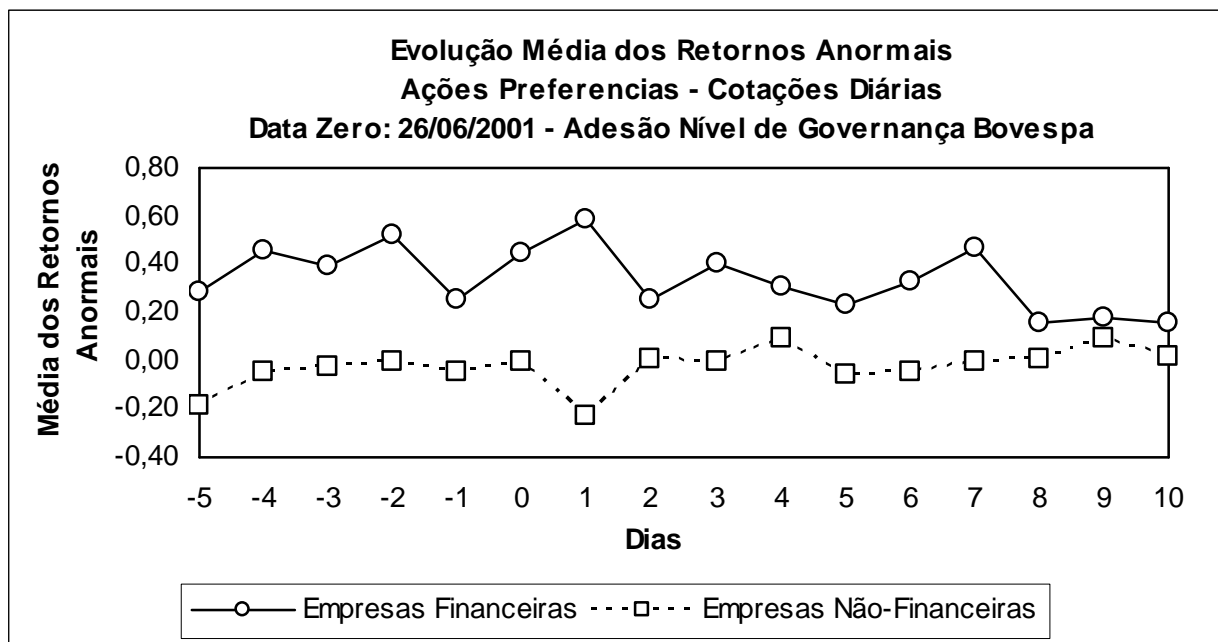
71	-0,01242579	0,005455776	0,072287283	0,021772423
72	0,026880512	0,010252751	-0,033900523	0,00107758
73	0,012983457	0,015957282	0,0132266	0,01405578
74	-0,018740523	-0,001449899	-0,018603243	-0,012931222
75	-0,007473353	0,000393233	-0,033409056	-0,013496392
76	0,01214876	-0,006726407	0,039453799	0,014958717
77	-0,01322437	0,009633692	-0,002969093	-0,00218659
78	0,014744373	0,009997356	-0,012378714	0,004121005
79	-0,000567547	-0,001139876	-0,012482663	-0,004730029
80	-0,007585043	-0,001274969	-0,002303727	-0,003721247
81	0,015450317	0,010139321	-0,004570884	0,007006251
82	0,021170818	0,004738861	0,027958808	0,017956162
83	-0,012886602	-0,00660437	0,018964508	-0,000175488
84	-0,013791486	-0,005192823	0,020031172	0,000348954
85	0,005239905	0,011784095	-0,032828981	-0,005268327
86	-0,014622575	0,003315458	-0,014354761	-0,008553959
87	-0,001724897	0,020810094	0,011621527	0,010235575
88	-0,0056144	0,007624006	0,029889411	0,010633005
89	-0,031797532	0,006719137	0,001285829	-0,007930855
90	0,014826798	0,012202522	0,009391314	0,012140212

Anexo 3 - Empresas participantes dos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA com ADRS

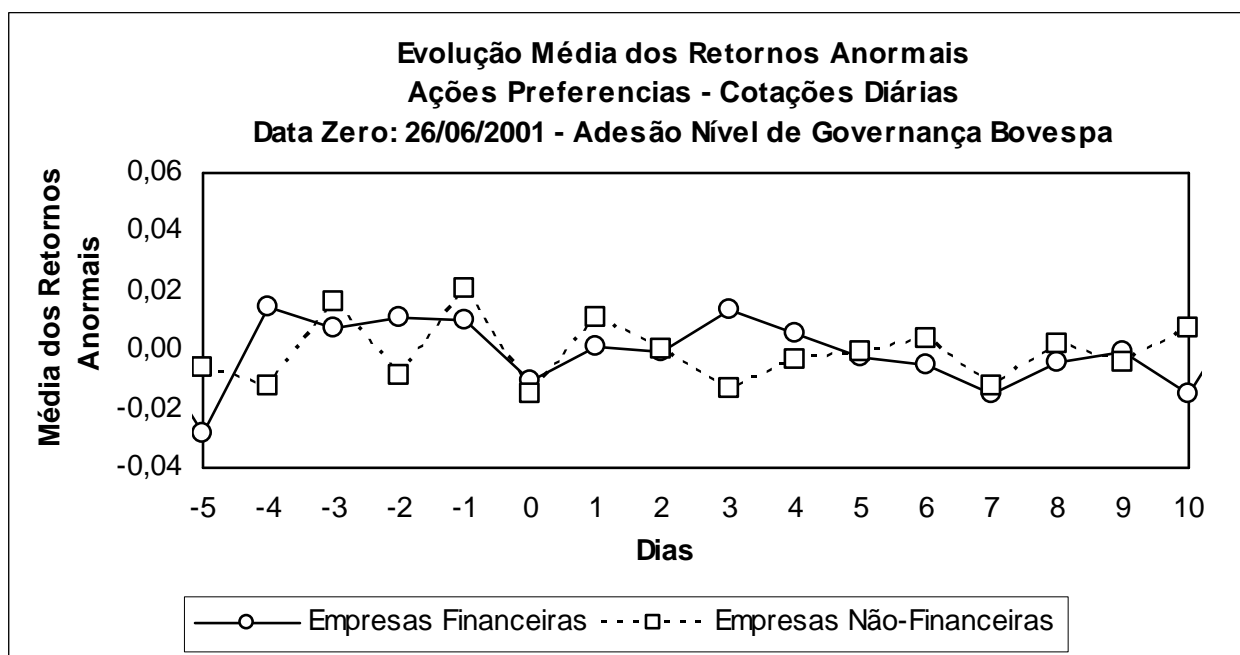
Nº	Empresas
1	Ambev
2	Aracruz Celulose S/A
3	Brasil Telecom Participações S/A
4	Brasil Telecom S/A
5	Braskem
6	CEMIG
7	CESP
8	COPEL
9	CPFL Energia
10	ELETROBRAS
11	EMBRAER
12	EMBRATEL Participações
13	GERDAU
14	GOL
15	NET
16	Pão de Açúcar
17	Perdigão
18	PETROBRAS
19	SABESP
20	Sadia S/A
21	Siderúrgica Nacional
22	Tele Centroeste Celular
23	Tele Leste Celular
24	Tele Nordeste Celular
25	Tele Norte Celular
26	Tele Sudeste Celular
27	TELEBRAS
28	TELEMAR - Tele Norte Leste Participações
29	TELEMIG Celular Participações
30	TELESP Celular Participações
31	TELESP Operações
32	TIM Participações

33	Ultrapar
34	Vale Rio Doce
35	Votorantim Celulose e Papel S/A

Anexo 4 – Gráfico Retornos Anormais – Empresas Financeiras e Não-Financeiras – Cotações Trimestrais



Anexo 5 – Gráfico Retornos Anormais – Empresas Financeiras e Não-Financeiras – Cotações Diárias



**Anexo 6 - Retorno Anormal – Lançamento de ADRS
Cotações Trimestrais Ações Preferenciais**

Evento	Itaú	Bradesco	Unibanco	MÉDIA DOS BANCOS
-5	-0,100459297	0,978072505	-0,032332019	0,281760396
-4	0,039480986	1,126401151	0,200606174	0,455496104
-3	0,034300301	1,203657852	-0,062086729	0,391957141
-2	0,103339165	1,30223976	0,145786784	0,517121903
-1	-0,125512563	1,06055874	-0,188778273	0,248755968
0	0,165725204	1,075955318	0,093732044	0,445137522
1	0,558629318	1,067397041	0,137743037	0,587923132
2	-0,281244169	1,085929387	-0,040272296	0,254804307
3	0,038544994	1,18796825	-0,006337496	0,406725249
4	-0,089986778	1,02947706	-0,032173367	0,302438972
5	-0,18447951	0,860449847	0,013001429	0,229657255
6	0,260073391	0,941639926	-0,211208212	0,330168368
7	0,10062144	1,049653926	0,247316427	0,465863931
8	-0,205644276	0,73755522	-0,074990564	0,152306793
9	-0,153410444	0,639821245	0,049511772	0,178640857
10	0,001380993	0,690949581	-0,209080859	0,161083239