



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA - UNB
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA - FACE
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS – CCA

**O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO PRECIFICA OS NÍVEIS
DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA?**

Iuri Ribeiro Nobre

Brasília, novembro de 2015

Iuri Ribeiro Nobre

11/0122631

**O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO PRECIFICA OS NÍVEIS
DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA?**

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Universidade de Brasília como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.
Orientador: Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, Ph.D.

Brasília, novembro de 2015

Iuri Ribeiro Nobre

**O MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO PRECIFICA OS NÍVEIS
DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA?**

Brasília, novembro de 2015.

Comissão Examinadora:

Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, Ph.D. (Orientador)
Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia

Bernardus Ferdinandus Nazar Van Doornik, Me.
Banco Central do Brasil

RESUMO

O objetivo deste trabalho é verificar se o mercado acionário brasileiro precifica favoravelmente a participação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa. Foram utilizadas 146 empresas listada na Bovespa e taxa mensal da Selic durante 60 meses. A metodologia utiliza regressão linear com o CAPM (Capital Asset Pricing Model) com a inclusão de variáveis *dummy* para captar o impacto da governança especial no retorno exigido e conseqüentemente no custo de capital próprio das empresas. A análise dos resultados empíricos indica que o retorno exigido pelo mercado/custo de capital próprio das empresas participantes de níveis diferenciados de governança corporativa aufere um prêmio negativo, o que impacta positivamente o preço de suas ações, o que equivale dizer que o mercado acionário brasileiro precifica favoravelmente os níveis diferenciados de governança corporativa, sinalizando eficiência de mercado na forma semiforte.

Palavras chaves: Governança Corporativa, CAPM, Hipótese do Mercado Eficiente, Teoria da Agência, Mercado Acionário, Brasil.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	5
2 PERGUNTA DA PESQUISA, OBJETIVOS E HIPÓTESES.....	7
2.1 Pergunta da pesquisa	7
2.2 Objetivos	7
2.3 Hipóteses	7
3 REFERENCIAL TEÓRICO	9
3.1 Hipótese do Mercado Eficiente (HME)	9
3.2 Teoria da Agência	10
3.3 Governança Corporativa	11
3.3.1 Índices de Governança	12
3.4 CAPM (Capital Asset Pricing Model)	14
4 METODOLOGIA	16
4.1 Amostra	16
4.2 Modelos	16
5 RESULTADOS EMPÍRICOS E ANÁLISES	18
5.1 Teste de Hausman	18
5.2 Regressão com efeitos fixos com 3 dummies	19
5.3 Regressão em painel com efeitos fixos, com uma dummy geral	23
6 CONCLUSÃO	27
REFERÊNCIAS	28
APÊNDICE	31

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Níveis Diferenciados de Governança corporativa e Novo Mercado -----12

Quadro 2: Teste de Hausman para escolha de efeitos aleatórios x efeitos fixos -----17

Quadro 3: Regressão em painel com efeitos fixos, com 3 dummies -----18

Quadro 4: Regressão em painel com efeitos fixos com uma dummy geral ----- 22

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Empresas utilizadas no trabalho-----30

1 INTRODUÇÃO

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e Novo mercado com o objetivo de atrair mais investidores, criando regras para aumentar a transparência e tornar as informações disponíveis mais fidedignas. Segundo Rossetti, Andrade (2012), se realmente, o mercado valoriza as boas práticas de governança, a migração para as listagens diferenciadas implicará em maiores retornos e maior liquidez para os investidores, e, conseqüentemente, menores custos de acesso ao mercado.

O ponto chave exigido para listagem das empresas nesses segmentos diferenciados de mercado é a maior proteção e, como decorrência esperada, a maior presença do investidor minoritário no mercado. Maior número de investidores, em princípio, é condição necessária para maior liquidez de mercado, o que traz benefícios para os próprios investidores, para as empresas e para a economia como um todo (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Considerando as exigências que as empresas precisam seguir para ingressar nos níveis de governança, existem evidências que a governança corporativa ajuda a diminuir o conflito de agência, que é causado por choques de interesse entre os agentes internos e externos a empresa. O combate contra os conflitos de agência é feito, principalmente, pelo princípio da equidade, que demanda que as partes mantenham uma relação igualitária e justa.

Diante do cenário do mercado de capitais brasileiro, é importante verificar se, de fato, a governança corporativa é levada em consideração pelo mercado no momento da tomada de decisão, ou seja, se o esforço das empresas para se adequarem as regras vem sendo recompensado. Nesse sentido, a justificativa do trabalho é procurar evidências da eficiência da governança corporativa no mercado de capitais do Brasil, relacionando com a maneira que o acionista precifica as empresas com níveis de governança mais altos. A importância deste estudo é verificar se estar inserido no Índice de Governança Corporativa (IGC) no período estudado trouxe alguma vantagem para as firmas, podendo medir o custo-benefício de participar dos índices de governança da Bovespa.

Este trabalho está estruturado em seis seções. Além desta introdução, a seção 2 aborda a pergunta da pesquisa, o objetivo geral e o objetivo específico bem como as hipóteses da pesquisa. Na seção 3 contempla o referencial teórico, citando conceitos importantes para o desenvolvimento do trabalho. Na quarta seção, a metodologia para a elaboração do estudo. A

quinta seção abarca os resultados empíricos e análise dos dados e, na sexta seção, a conclusão, encerrando o estudo com as referências bibliográficas.

2 PERGUNTA DA PESQUISA, OBJETIVOS E HIPÓTESES

2.1 Pergunta da pesquisa

O mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa?

2.2 Objetivos

Objetivo geral: verificar se o mercado acionário brasileiro precifica positivamente a participação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa.

Objetivos específicos:

1. Definir um modelo para testar se o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa.
2. Testar se o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas no Nível 1 de governança corporativa da Bovespa.
3. Testar se o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas no Nível 2 de governança corporativa da Bovespa.
4. Testar se o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas no Novo Mercado de governança corporativa da Bovespa.
5. Testar se o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas pertencentes a qualquer nível de governança corporativa da Bovespa.

2.3 Hipóteses

- H1: o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas no Nível 1 de governança corporativa da Bovespa.
- H2: o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas no Nível 2 de governança corporativa da Bovespa.
- H3: o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas no Novo Mercado de governança corporativa da Bovespa.

- H4: o mercado acionário brasileiro precifica a participação das empresas pertencentes a qualquer nível de governança corporativa da Bovespa.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 Hipótese do Mercado Eficiente (HME)

A Hipótese do Mercado Eficiente (HME) representa um dos pilares da Moderna Teoria de Finanças, sendo amplamente estudada por diversos autores. Os agentes econômicos são sempre racionais em suas escolhas, buscando, em suas interações com os mercados, maximizar os ganhos e minimizar as perdas. Em suas decisões de investimentos utilizam todas as informações relevantes disponíveis em determinado momento, sendo assim, a HME preconiza que os mercados refletem com precisão o valor dos ativos neles negociados, impossibilitando, portanto, ganhos extraordinários (FAMA, 1970)

Conceitualmente, existem três tipos de formas de eficiência de mercado, que são:

- “Eficiente na forma fraca”: O mercado de capitais tem a eficiência fraca quando incorpora totalmente a informação dos preços passados. É o tipo de eficiência menos exigente de eficiência pelo fato de existir facilidade para encontrar dados.
- “Eficiente na forma semi-forte”: O mercado de capitais tem a eficiência semi-forte quando os preços refletem toda informação disponível para os tomadores de decisão (incluindo demonstrações contábeis publicadas, além dos preços passados).
- “Eficiente na forma forte”: O mercado de capitais é eficiente na forma forte quando refletem toda a informação, publicada ou não, incluindo as informações privilegiadas (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008).

No Brasil, Forti, Peixoto e Santiago (2009) realizaram um levantamento de pesquisas relacionadas ao mercado eficiente, baseado nas três formas de eficiência de Fama, para identificar a aceitação da HME entre os autores brasileiros. Foi constatado que, na forma fraca, houve a aceitação de apenas 42% dos autores. Em relação as formas semi-forte e forte, a aceitação foi de 100% e 0%, respectivamente.

Ross, Westerfield e Jordan (2008) afirmam que, em um Mercado Eficiente, o investidor recebe exatamente aquilo pelo qual está pagando quando compra ativos, assim como as empresas ao venderem seus títulos recebem o valor correto por suas ações e obrigações. No presente estudo, será assumida a existência da HME na forma semi-forte, onde, além dos preços passados o mercado incorpora, também, o tipo de governança corporativa adotado pelas empresas.

3.2 Teoria da Agência.

Jensen e Meckling abordaram, pioneiramente, estudos sobre a Teoria da Agência, discorrendo sobre os problemas causados pela diferença de objetivos entre os indivíduos interessados. Segundo Jensen e Meckling (1976) definem a relação entre agentes quando uma pessoa ou mais (sócios) escolhem outra pessoa (agente) para tomarem decisões de alguns serviços em seu lugar. Se todas as partes envolvidas no contrato estiverem trabalhando na sua capacidade máxima, é possível que o agente nem sempre esteja agindo com a melhor das intenções com os sócios. Por meio dessas interações, surge os custos de agência, que são causados por possíveis conflitos de interesses entre os proprietários ou acionistas (os principais) e os administradores que são contratados para gerir a empresa (agentes).

Os custos de agência são definidos como a soma (1) de custos de monitoramento pelos acionistas e (2) custo de implementação de mecanismos de controle. Pode ser esperado que os contratos concebidos visem dar aos administradores os incentivos apropriados para maximizar a riqueza dos acionistas (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008).

Segundo Andrade e Rossetti (2012), em torno da relação de agência gravitarão assim decisões que poderão estar em oposição: as que maximizam a riqueza dos acionistas e as que maximizam o interesse dos gestores. Em consequência, para que os interesses das duas partes não se choquem, duas premissas deverão ser atendidas: uma, referente aos termos do contrato entre os agentes; outra, referente ao comportamento deles. Os contratos deverão estabelecer todas as condições para conciliar permanentemente os interesses de outorgantes e outorgados. E os comportamentos deverão ser tais que nenhum dos agentes venha a romper, por atos oportunistas, os princípios da relação.

Os conflitos de agência dificilmente podem ser evitados. Para Klein (1985) os contratos entre as partes são incompletos por duas razões. Primeiramente, as incertezas implicam na existência de grandes números de possíveis contingências, podendo ser extremamente dispendioso e específico para reconhecer antecipadamente todas as possibilidades de transações entre as partes. Em segundo lugar, os contratos são incompletos pela sua forma minuciosa de serem feitos, exigindo técnica e esforço do funcionário para executar essa complexa tarefa, se tornando altamente cara para mensuração e, conseqüentemente, contratualmente específico. Nesse sentido Jensen e Meckling (1994) observam que não existe o agente perfeito, as partes sempre vão agir em favor de seus interesses, causando, conseqüentemente, o conflito entre as partes.

3.3 Governança Corporativa

A Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselhos de administração, diretoria e outros órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seus acessos a recursos e contribuindo para a sua longevidade (IBGC; 2009).

La Porta (2000) conceitua a governança corporativa como conjuntos de mecanismos utilizados para proteger os investidores externos (acionistas) de expropriação pelos internos (gestores).

Para Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa trata do conjunto de relações entre a direção da empresa, os conselhos de administração, os acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno do seu investimento.

A CVM (2002) observa que, dentro do mercado de capitais, a análise das práticas de governança corporativas envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de serviços.

Para La Porta (2000), o aspecto legal da governança corporativa é a chave para a proteção dos investidores externos, sendo acionistas ou credores, significando leis e suas aplicações.

Ao analisar a criação de valor para o acionista através de comparações entre os níveis de governança corporativa da BOVESPA, Silva, Reis e Lamonier (2012) demonstram que não há evidências que o nível de governança corporativa influencia na criação de valor para o acionista. De maneira similar, Aguiar, Corrar e Batistella (2004) analisaram a reação do mercado com a participação das empresas nos níveis de governança corporativa e foi apresentado que não houve efeito significativo no retorno das ações.

Colombo e Galli (2010) demonstram que não é possível afirmar que existe uma relação positiva entre retornos anormais e aderência a um dos níveis de governança corporativa do mercado de ações brasileiro.

Por outro lado, Srour (2005) apresenta evidências que as firmas com maiores níveis de governança corporativa se comprometem com a proteção dos acionistas minoritários. Além disso, foi constatado que, no período do estudo, as empresas participantes da ADR nível II e

novo mercado obtiveram maiores retornos e distribuição de dividendos. Da mesma forma, Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) verificaram que uma carteira de ações formada por empresas que adotam práticas de governança corporativa proporciona maior retorno que uma carteira formada por empresas que não praticam tais medidas.

3.3.1 Índices de Governança

A busca por melhor qualidade na governança surgiu em 2000, quando a Bovespa criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais) e o Novo Mercado. Em 2001 a Bovespa criou o IGC, que tem por objetivo calcular a valorização da carteira das empresas inseridas em qualquer tipo de governança corporativa diferenciada. Para a participação nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa ou Novo Mercado é preciso cumprir uma série de exigências, no intuito de buscar a transparência e a confiabilidade que os investidores buscam em um investimento.

- No nível 1, as exigências são: *Free-float* de, no mínimo, 25% do capital; mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital; Proibição de partes beneficiárias e inexistência destes títulos em circulação; cumprimento das regras de disclosure em operação envolvendo ativos da empresa, por parte de seus acionistas, controladores ou administradores; Abertura de posição acionária de qualquer acionista que detiver mais que 5% do capital votante; Divulgação de acordo com os acionistas, para boa compreensão das regras que regem o relacionamento entre os controladores; Divulgação dos programas de opção de aquisição de ações destinados a administradores; Realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, seus projetos e perspectivas; disposição para o mercado do calendário anual dos principais eventos corporativos, como assembleias e reuniões de divulgação dos resultados.
- No nível 2, as exigências são: Elaboração de demonstrações financeiras de acordo com USGAAP – *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* ou IASC – *International Accounting Standards Committee*, que são os princípios internacionalmente aceitos; em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinários, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle. Aos detentores de ações preferenciais, pagamento de no mínimo 70% do valor das ordinárias; Concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais no caso de fusões, aprovação de contratos entre a companhia e os seus controladores ou outros em que possa haver conflitos de interesses, avaliação de bens que concorram para o aumento de capital e escolha de empresa

especializada para determinação do valor econômico da companhia, na hipótese de fechamento do capital.

- No Novo Mercado, as exigências são os definidos para o Nível 2, acrescido de: Emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito ao voto e em caso de controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-lhes o mesmo tratamento dado ao grupo controlador. (ROSSETTI; ANDRADE, 2012)

Quadro 1 - Níveis Diferenciados de Governança corporativa e Novo Mercado

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

Fonte: Bovespa, 2014

Neste estudo não foi utilizado o novo nível de governança "Bovespa Mais" por falta de informações sobre o novo nível de governança.

3.4 O CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Com base em Markowitz (1952), Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) desenvolveram um modelo de grande utilidade, denominado CAPM, marcando o nascimento da teoria de precificação de ativos (MILLER, 1999; FAMA e FRENCH, 2004).

Sharpe (1964) e Lintner (1965) acrescentaram duas premissas ao modelo de Markowitz (1952). A primeira refere-se à homogeneidade dos investidores em relação às suas expectativas, ou seja, dado os preços dos ativos no período $t-1$, os investidores concordam a respeito da distribuição de probabilidades conjunta dos retornos dos ativos de $t-1$ a t . A segunda premissa é a de que há tomada e concessão de empréstimos à taxa livre de risco, que é a mesma para todos os investidores e independe do montante tomado ou concedido (FAMA e FRENCH, 2004).

O CAPM sugere que a distribuição das taxas de retorno esperadas em todos os ativos de risco seja uma função linear de uma única variável, o beta. Assim, a sensibilidade do ativo em relação ao portfólio mercado (o beta) torna-se a medida natural de risco de um título (MILLER, 1999).

A equação teórica do CAPM é a seguinte:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times E(R_m - R_f)$$

onde E é o operador de expectativa, R_i é o retorno da i -ésima ação; R_f é a taxa livre de risco; β_i é o coeficiente beta da i -ésima ação; R_m é o retorno da carteira do mercado; $(R_m - R_f)$ é o prêmio de risco de mercado.

O beta é calculado através da divisão da covariância entre os retornos da carteira de mercado e os retornos do ativo que está sendo analisado, pela variância da carteira de mercado, conforme a fórmula a seguir:

$$\beta = \frac{Cov(R_m, R_i)}{\sigma^2(R_m)}$$

onde R_i é retorno do ativo.

Segundo Fama e French (2004), os testes empíricos do CAPM são baseados em três premissas: (1) os retornos esperados sobre todos os ativos são linearmente relacionados a seus betas, e nenhuma outra variável tem poder explicativo marginal; (2) o prêmio beta é positivo, o que significa que o retorno esperado da carteira de mercado excede o retorno esperado sobre os ativos cujos retornos não estão correlacionados com o de mercado; e (3) ativos não

correlacionados com o mercado têm retorno esperado igual à taxa de juros livre de risco e o prêmio de beta é o retorno esperado do mercado menos tal taxa.

A despeito da importância do CAPM, há um consenso entre estudiosos e profissionais da área de finanças de que um único fator de risco não é suficiente para descrever os retornos esperados das ações. Dessa forma, visando melhorar o poder explicativo do modelo, bem como capturar anomalias nessa precificação, diversas alternativas foram propostas e pesquisas empíricas foram realizadas, culminando no surgimento de outros modelos de precificação de ativos.

No presente trabalho, o CAPM é utilizado com a adição de variáveis *dummy* para verificar se o fato de as empresas terem nível diferenciado de governança proporciona uma redução do seu retorno exigido pelo mercado.

4 METODOLOGIA

4.1 Amostra

A amostra é constituída de dados referentes a preços de 146 ações listadas na Bovespa no período de 29/05/2009 a 30/04/2014, coletadas na base de dados da Economatica. Foram também coletados dados para a taxa SELIC, que é a proxy para a taxa livre de risco no mercado brasileiro, e para o Ibovespa, cuja composição é a proxy para a carteira de mercado no Brasil, para o mesmo período acima. Essas variáveis foram deflacionadas pelo IPCA. Os preços e o Ibovespa foram transformados em retornos utilizando-se a capitalização contínua, isto é, $R_t = \ln(P_t/P_{t-1})$, onde R é o retorno, \ln é o operador de logaritmo natural e P é o preço da ação ou índice.

As variáveis *dummy* foram construídas para as ações de empresas que pertencem a pelo menos um dos níveis diferenciados de governança, conforme explicado na próxima subseção abaixo.

4.2 Modelos

O modelo que aqui utilizado para atingir os objetivos propostos e testar as hipóteses de pesquisa é o modelo CAPM com a adição de variáveis *dummy*, conforme a equação (1):

$$R_{it} - R_t^F = \alpha + \beta(R_t^M - R_t^F) + \gamma_1 DN1_t + \gamma_2 DN2_t + \gamma_3 DNM_t + u_t \quad (1)$$

onde R_{it} é o retorno da i -ésima ação; R_t^F é a taxa livre de risco, cuja proxy é a taxa SELIC; R_t^M é o retorno da carteira de mercado, cuja *proxy* é o retorno da carteira que compõe o índice Bovespa; $DN1$ é uma variável *dummy* com valor de 1 se a ação pertence ao nível 1 de governança corporativa e zero se não possui governança diferenciada; $DN2$ é uma variável *dummy* com valor de 1 se a ação pertence ao nível 2 de governança corporativa e zero se não possui governança diferenciada; DNM é uma variável *dummy* com valor de 1 se a ação pertence ao Novo Mercado de governança corporativa e zero se não possui governança diferenciada; α , β , γ_i ($i = 1, 2, 3$) são os parâmetros da regressão; $u_t \sim \text{i.i.d. } N(0, \sigma^2)$ é o erro estocástico da regressão e o subscrito t refere-se ao período de tempo.

Tendo em vista que o retorno esperado de uma ação calculado pelo CAPM é utilizado para estimar o custo de capital próprio das empresas (ROSS et al, 2008), espera-se que os

coeficientes das *dummies* γ_i , $i = 1, 2, 3$ sejam negativos, indicando que as empresas com níveis especiais de governança têm um custo de capital próprio menor que as demais.

Alternativamente, especificou-se um modelo que tem também como base o CAPM e inclui uma única variável *dummy* que agrupa todas as empresas que pertencem a qualquer um dos níveis diferenciados de governança, conforme a equação (2):

$$R_{it} - R_t^F = \alpha + \beta(R_t^M - R_t^F) + \delta DIGC_t + u_t \quad (2)$$

onde as variáveis básicas e coeficientes são os mesmos da equação (1), mas inclui a *dummy*, DIGC que assume o valor de 1 se a empresa em questão pertence a um dos níveis diferenciados de governança (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) e zero caso não possua governança diferenciada. Caso a empresa pertença a um dos níveis diferenciados de governança, ela fará parte do IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada da Bovespa.

Com relação aos resultados empíricos esperados para a equação (1), supõe-se que o intercepto α seja não significativamente diferente de zero (Alfa de Jensen), que o coeficiente β seja positivo (Beta do CAPM) e que os parâmetros γ_i ($i = 1, 2, 3$) sejam positivos e significativos, de modo a não rejeitar as hipóteses de pesquisa. Para a equação (2), espera-se resultados similares aos da equação (1), com $\delta < 0$, isto é, a variável *dummy* contribui para a redução do capital próprio da empresa emitente da ação.

Para ambos os modelos, espera-se que os resíduos das regressões sejam homoscedásticos, não autocorrelacionados e normalmente distribuídos.

5 RESULTADOS EMPÍRICOS E ANÁLISES

Esta seção apresenta e analisa os resultados empíricos obtidos no estudo. As duas regressões apresentadas foram realizadas utilizando-se o software Eviews 7.2.

5.1 Teste de Hausman

Inicialmente, realizou-se o teste de Hausman para determinar se a equação (1) deve ser estimada com efeitos fixos ou aleatórios. A forte rejeição de H_0 , com p-valor de 0,0, indica que a melhor alternativa é a estimação por efeitos fixos, mostrada no Quadro 2 abaixo:

Quadro 2 - Teste de Hausman para escolha de efeitos aleatórios x efeitos fixos

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Pool: POOL1				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	28.383548	4	0.0000	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
RM-RF	0.730509	0.734773	0.000001	0.0000
D1?	-0.036199	-0.004060	0.000086	0.0005
D2?	-0.031866	-0.000023	0.000133	0.0057
DN?	-0.029018	0.000542	0.000067	0.0003
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: R?-RF				
Method: Panel Least Squares				
Date: 10/28/15 Time: 09:18				
Sample: 2009M05 2014M04				
Included observations: 60				
Cross-sections included: 146				
Total pool (balanced) observations: 8760				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025293	0.005326	4.748741	0.0000
RM-RF	0.730509	0.020393	35.82134	0.0000
D1?	-0.036199	0.010268	-3.525331	0.0004
D2?	-0.031866	0.013160	-2.421383	0.0155
DN?	-0.029018	0.008914	-3.255190	0.0011
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				

R-squared	0.158066	Mean dependent var	-0.002259
Adjusted R-squared	0.143496	S.D. dependent var	0.109810
S.E. of regression	0.101626	Akaike info criterion	-1.718051
Sum squared resid	88.92349	Schwarz criterion	-1.596853
Log likelihood	7675.064	Hannan-Quinn criter.	-1.676755
F-statistic	10.84871	Durbin-Watson stat	2.029532
Prob(F-statistic)	0.000000		

Fonte: Resultados do estudo.

5.2 Regressão com efeitos fixos com 3 dummies

A equação de regressão (1) foi então estimada com efeitos fixos transversais, com três dummies, cada uma representando um dos níveis de governança diferenciada da Bovespa e gerando o resultado apresentado no Quadro 3 abaixo.

Quadro 3- Regressão em painel com efeitos fixos, com 3 dummies

Dependent Variable: R?-RF				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 10/28/15 Time: 09:16				
Sample: 2009M05 2014M04				
Included observations: 60				
Cross-sections included: 146				
Total pool (balanced) observations: 8760				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025293	0.005326	4.748741	0.0000
RM-RF	0.730509	0.020393	35.82134	0.0000
D1?	-0.036199	0.010268	-3.525331	0.0004
D2?	-0.031866	0.013160	-2.421383	0.0155
DN?	-0.029018	0.008914	-3.255190	0.0011
Fixed Effects (Cross)				
A1--C	0.018023			
A2--C	-0.019498			
A3--C	0.032638			
A4--C	-0.035023			
A5--C	-0.001482			
A6--C	0.012634			
A7--C	-0.004560			
A8--C	-0.027155			
A9--C	-0.035772			
A10--C	0.021058			
A11--C	-0.020081			
A12--C	0.009467			
A13--C	0.017348			
A14--C	0.012208			
A15--C	0.015619			
A16--C	0.018676			
A17--C	0.006563			

A18--C	0.010622
A19--C	0.006144
A20--C	0.024829
A21--C	0.016900
A22--C	-0.012560
A23--C	0.020245
A24--C	-0.023467
A25--C	0.019986
A26--C	0.021093
A27--C	0.037694
A28--C	-0.013288
A29--C	-0.016571
A30--C	0.010809
A31--C	0.013828
A32--C	0.019339
A33--C	0.007733
A34--C	0.019883
A35--C	-0.016278
A36--C	0.002787
A37--C	0.009600
A38--C	0.019251
A39--C	0.016060
A40--C	0.001729
A41--C	-0.014124
A42--C	0.015500
A43--C	0.007460
A44--C	-0.040858
A45--C	-0.040330
A46--C	0.012573
A47--C	0.014428
A48--C	0.036949
A49--C	0.002392
A50--C	0.007680
A51--C	-0.026549
A52--C	-0.012805
A53--C	0.012750
A54--C	0.006503
A55--C	0.005446
A56--C	0.014838
A57--C	0.023248
A58--C	0.000613
A59--C	-0.036569
A60--C	0.037012
A61--C	-0.010061
A62--C	0.018727
A63--C	-0.004253
A64--C	-0.029332
A65--C	-0.031096
A66--C	0.023892
A67--C	0.016741
A68--C	0.016813
A69--C	-0.078409
A70--C	0.004573
A71--C	-0.010105
A72--C	0.016182
A73--C	-0.002019
A74--C	0.033844
A75--C	0.004302
A76--C	0.021039
A77--C	0.001822
A78--C	-0.012830

A79--C	0.013153
A80--C	0.022978
A81--C	0.020099
A82--C	-0.060869
A83--C	0.026040
A84--C	-0.039302
A85--C	0.027415
A86--C	-0.015136
A87--C	-0.051841
A88--C	0.024833
A89--C	-0.058636
A90--C	-0.041466
A91--C	0.002800
A92--C	0.022681
A93--C	0.010781
A94--C	0.029329
A95--C	-0.038795
A96--C	0.015090
A97--C	0.025428
A98--C	0.006687
A99--C	-0.020337
A100--C	-0.034392
A101--C	0.019582
A102--C	-0.057549
A103--C	0.019717
A104--C	0.026728
A105--C	-0.020098
A106--C	0.016180
A107--C	0.018102
A108--C	0.010129
A109--C	0.018787
A110--C	-0.076127
A111--C	-0.035201
A112--C	0.000107
A113--C	-0.023290
A114--C	0.015837
A115--C	-0.003331
A116--C	0.019416
A117--C	0.017768
A118--C	0.016410
A119--C	0.002180
A120--C	-0.037672
A121--C	0.004109
A122--C	-0.011183
A123--C	-0.014464
A124--C	0.023501
A125--C	0.002893
A126--C	0.006870
A127--C	-0.046108
A128--C	0.021819
A129--C	-0.031471
A130--C	-0.020966
A131--C	0.010930
A132--C	-0.001352
A133--C	0.021249
A134--C	0.015319
A135--C	0.003431
A136--C	0.007964
A137--C	0.031113
A138--C	-0.006430
A139--C	-0.010258

A140--C	-0.001483		
A141--C	-0.026043		
A142--C	0.009522		
A143--C	0.013243		
A144--C	-0.060382		
A145--C	0.018168		
A146--C	-0.017224		
Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.158066	Mean dependent var	-0.002259
Adjusted R-squared	0.143496	S.D. dependent var	0.109810
S.E. of regression	0.101626	Akaike info criterion	-1.718051
Sum squared resid	88.92349	Schwarz criterion	-1.596853
Log likelihood	7675.064	Hannan-Quinn criter.	-1.676755
F-statistic	10.84871	Durbin-Watson stat	2.029532
Prob(F-statistic)	0.000000		

Fonte: Resultados do estudo.

A regressão é robusta, com p-valor do teste F igual a zero, apesar de um R^2 relativamente baixo. A estatística de DW é praticamente igual a 2, indicando ausência de correlação serial. Todos os coeficientes são significantes, com p-valores bastante baixos.

O mais resultado importante da regressão é o fato de que os sinais dos coeficientes das dummies são todos negativos, sinalizando que as ações das empresas listadas nos níveis especiais de governança sofrem um impacto negativo das *dummies* em seus retornos esperados, fazendo com que o retorno exigido pelo mercado para essas ações seja mais baixo. Isso equivale a dizer que o custo do capital próprio dessas empresas é mais baixo do que seria se elas não tivessem governança especial. Significa também que o preço da ação será maior para essas empresas, pois como $P_t = \sum_{i=1}^{\infty} [d_{t+i} / (1+R)]$, um retorno exigido R (constante) mais baixo acarretará um preço P_t mais alto.

O impacto no custo de capital das empresas por pertencer aos níveis 1, 2 e NM é de -3,6%, -3,2% e -2,9%, respectivamente. Portanto, o impacto conjunto por pertencer a um dos níveis de governança especial é de -9,7%. A constatação mais importante aqui é que o mercado precifica corretamente o pertencimento aos níveis de governança especial, o que é uma evidência de eficiência de mercado. Os resultados dessa regressão permitem não rejeitar as hipóteses H1, H2 e H3 do trabalho.

5.3 Regressão em painel com efeitos fixos, com uma dummy geral

Foi realizado um teste adicional de robustez, agregando as três dummies anteriormente utilizadas em apenas uma *dummy*. O objetivo é verificar se, independentemente do nível de governança, o resultado anterior se confirma. O resultado dessa regressão está no Quadro 4.

Quadro 4 - Regressão em painel com efeitos fixos com uma dummy geral

Dependent Variable: R?-RF Method: Pooled Least Squares Date: 10/28/15 Time: 09:23 Sample: 2009M05 2014M04 Included observations: 60 Cross-sections included: 146 Total pool (balanced) observations: 8760				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.025830	0.005098	5.066222	0.0000
RM-RF	0.730341	0.020389	35.82035	0.0000
D1?+D2?+DN?	-0.031746	0.006686	-4.748040	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
A1--C	0.017365			
A2--C	-0.020036			
A3--C	0.027647			
A4--C	-0.035560			
A5--C	-0.002020			
A6--C	0.012823			
A7--C	-0.002370			
A8--C	-0.027693			
A9--C	-0.036310			
A10--C	0.016068			
A11--C	-0.020619			
A12--C	0.011657			
A13--C	0.012358			
A14--C	0.014398			
A15--C	0.017809			
A16--C	0.013686			
A17--C	0.001572			
A18--C	0.012812			
A19--C	0.008334			
A20--C	0.019839			
A21--C	0.018726			
A22--C	-0.010370			
A23--C	0.022435			
A24--C	-0.024053			
A25--C	0.014995			
A26--C	0.016102			
A27--C	0.039885			
A28--C	-0.013826			
A29--C	-0.017109			
A30--C	0.012999			
A31--C	0.008837			
A32--C	0.021529			
A33--C	0.009924			
A34--C	0.022074			
A35--C	-0.014088			

A36--C	0.004977
A37--C	0.011790
A38--C	0.014838
A39--C	0.017886
A40--C	-0.003261
A41--C	-0.014742
A42--C	0.017690
A43--C	0.009650
A44--C	-0.041215
A45--C	-0.040868
A46--C	0.014763
A47--C	0.016618
A48--C	0.039139
A49--C	0.004583
A50--C	0.004470
A51--C	-0.027151
A52--C	-0.010615
A53--C	0.014940
A54--C	0.001512
A55--C	0.000455
A56--C	0.014180
A57--C	0.025438
A58--C	7.54E-05
A59--C	-0.037107
A60--C	0.039202
A61--C	-0.007871
A62--C	0.020917
A63--C	-0.002063
A64--C	-0.032541
A65--C	-0.031634
A66--C	0.026082
A67--C	0.011751
A68--C	0.011822
A69--C	-0.078947
A70--C	0.006764
A71--C	-0.010643
A72--C	0.018372
A73--C	-0.002557
A74--C	0.028853
A75--C	0.006492
A76--C	0.023229
A77--C	0.004012
A78--C	-0.013368
A79--C	0.014616
A80--C	0.025168
A81--C	0.022289
A82--C	-0.058679
A83--C	0.028230
A84--C	-0.043996
A85--C	0.026757
A86--C	-0.012946
A87--C	-0.052379
A88--C	0.027023
A89--C	-0.059174
A90--C	-0.039276
A91--C	0.004990
A92--C	0.022023
A93--C	0.012972
A94--C	0.031519
A95--C	-0.040521
A96--C	0.011584

A97--C	0.020438		
A98--C	0.004568		
A99--C	-0.018147		
A100--C	-0.034930		
A101--C	0.016324		
A102--C	-0.058087		
A103--C	0.021907		
A104--C	0.028919		
A105--C	-0.017908		
A106--C	0.018370		
A107--C	0.020292		
A108--C	0.010864		
A109--C	0.013796		
A110--C	-0.076665		
A111--C	-0.033011		
A112--C	0.002298		
A113--C	-0.021100		
A114--C	0.018028		
A115--C	-0.003869		
A116--C	0.018758		
A117--C	0.019959		
A118--C	0.018601		
A119--C	0.001522		
A120--C	-0.038210		
A121--C	0.006299		
A122--C	-0.011721		
A123--C	-0.012274		
A124--C	0.022843		
A125--C	-0.002098		
A126--C	0.009060		
A127--C	-0.046646		
A128--C	0.024010		
A129--C	-0.032009		
A130--C	-0.021504		
A131--C	0.013120		
A132--C	-0.000435		
A133--C	0.023439		
A134--C	0.017509		
A135--C	-0.001559		
A136--C	0.010154		
A137--C	0.033303		
A138--C	-0.006786		
A139--C	-0.013765		
A140--C	-0.006474		
A141--C	-0.025307		
A142--C	0.004531		
A143--C	0.014524		
A144--C	-0.059465		
A145--C	0.020359		
A146--C	-0.017762		
Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.158034	Mean dependent var	-0.002259
Adjusted R-squared	0.143662	S.D. dependent var	0.109810
S.E. of regression	0.101617	Akaike info criterion	-1.718469
Sum squared resid	88.92692	Schwarz criterion	-1.598887
Log likelihood	7674.895	Hannan-Quinn criter.	-1.677724
F-statistic	10.99619	Durbin-Watson stat	2.029497

Prob(F-statistic)	0.000000
-------------------	----------

Fonte: Resultados do estudo.

A regressão é válida e apresenta resultados robustos, com os parâmetros significativos e sinais corretos. Não há evidências de autocorrelação ($DW = 2,03$).

O impacto da *dummy* agregada é de -3,2%. Comparando-se esse resultado com o da regressão com as dummies separadas, verifica-se que há alguma perda de informação, pois naquela regressão a soma dos coeficientes das dummies foi -9,7%. De qualquer forma, a hipótese H4, de que o mercado precifica a participação de empresas em qualquer dos níveis diferenciados de governança não pode ser rejeitada.

Assim, pode-se afirmar que os objetivos do trabalho foram atingidos.

6 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi verificar se o mercado acionário brasileiro precifica favoravelmente a participação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa, isto é, se as participações das empresas nesses níveis de governança são recompensadas pelo mercado no processo de precificação de suas ações. Tal constatação é importante porque se o mercado não precificar favoravelmente tal participação, que implica em custos significativos para as empresas, não valeria a pena elas estarem listadas nos níveis especiais de governança. Indiretamente, está sendo testada a forma semi-forte da eficiência de mercado, pois está sendo testado se outras informações públicas, além dos preços passados, são incorporadas à precificação pelo mercado.

Para a realização do estudo, foi utilizada uma amostra de 146 empresas listadas na BOVESPA, selecionadas pela liquidez, no período de 31/05/2009 até 30/04/2014. Foram coletadas, também, informações sobre a taxa mensal da SELIC e o retorno de cada empresa. O modelo escolhido para a obtenção do retorno exigido pelo mercado foi o CAPM.

Dessa forma, foram criadas quatro hipóteses, todas relacionadas a relevância dos níveis de governança corporativa no mercado acionário brasileiro, para atestar se os investidores precificam os níveis de governança.

A análise dos resultados empíricos corrobora com evidências de que há uma precificação diferenciada. O resultado da regressão linear demonstra que o retorno exigido pelo mercado é menor e, conseqüentemente, o custo de capital próprio é menor, para as empresas que participam de algum nível de governança corporativa, impactando positivamente na precificação das ações dessas empresas. Com base nisso, as hipóteses H1, H2, H3 e H4 não podem ser rejeitadas.

O resultado deste estudo demonstra, também, de que há indícios que o mercado acionário brasileiro considera outras informações públicas disponíveis, além dos preços passados das ações, no processo de precificação, o que caracteriza, na hipótese do mercado eficiente (HME), uma eficiência de mercado na forma semiforte.

Para pesquisas futuras, seria interessante investigar os impactos dos recentes níveis de governança corporativa Bovespa Mais e Bovespa Mais 2 na precificação de mercado.

REFERÊNCIAS

DE AGUIAR, Andson Braga; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizete. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.

COLOMBO, Jéfferson Augusto; GALLI, Oscar Claudino. Governança corporativa no Brasil Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 9, n. 4, p. 26-37, 2010.

CVM-COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIO. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Junho, 2002.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, Cambridge, May, 1970.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. The capital asset pricing model: Theory and evidence. **Journal of Economic Perspectives**, v. 18, p. 25-46, 2004.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; SANTIAGO, Wagner de Paulo. Hipótese da Eficiência de Mercado: um Estudo Exploratório no Mercado de Capitais Brasileiro. **Gestão & Regionalidade** - Vol. 25 - Nº 75 - set-dez/2009.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. Ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em: 16 set. 2015.

JENSEN, Michael C.; Meckling, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. In: **Journal of Financial Economics**. 1976. p. 305-360.

_____. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v7, nº2, 1994.

KLEIN, Benjamin. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1985

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LINTNER, John. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **The review of economics and statistics**, p. 13-37, 1965.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection*. **The journal of finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MILLER, Merton H. The history of finance. **The Journal of Portfolio Management**, v. 25, n. 4, p. 95-101, 1999.

MOSSIN, Jan. Equilibrium in a capital asset market. **Econometrica: Journal of the econometric society**, p. 768-783, 1966.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ROSSETTI, J. P., ANDRADE, A. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SHARPE, William F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*. **The journal of finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, V. 52, 1997

SILVA, Davy Antonio da; REIS, Elízio Marcos dos; LAMOUNIER, Wagner Moura. O Processo de Criação de Valor para o Acionista Comparado em cada Nível de Governança Corporativa Segmentado na Bovespa: Um Estudo com as Empresas que compõem a Carteira de Ações do Índice Brasil (Ibrx 100). **SOCIEDADE, CONTABILIDADE E GESTÃO**, v. 7, n. 1, 2013.

SIRQUEIRA, Aieda Batistela de; KALATZIS, Aquiles Elie Guimarães; TOLEDO, Franklina Maria Bragion de. Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Revista Economia. Brasília**, v. 7, n. 3, p. 521-544, 2007.

APÊNDICE A - Empresas utilizadas na amostra

Tabela 2 - Empresas utilizadas no trabalho

Código da ação	Nome da Empresa
ABCB4	Abc Brasil PN
GETI4	AES Tiete PN
ALPA4	Alpargatas PN
BAZA3	Amazonia ON
ABEV3	Ambev S/A ON
ARTR3	Arteris ON
BTOW3	B2W. Digital ON
BPAN4	Banco Pan PN
BEES3	Banestes ON
BRSR6	Banrisul PNB
BTTL4	Battistella PN
BEMA3	Bematech ON
BICB4	Bicbanco PN
BBRK3	BR Brokers ON
BRML3	BR Malls Par ON
BBDC4	Bradesco PN
BRAP4	Bradespar PN
BBAS3	Brasil ON
AGRO3	Brasilagro ON
BRKM5	Braskem PNA
BRFS3	BRF SA ON
BISA3	Brookfield ON
CCRO3	CCR SA ON
CLSC4	Celesc PN
CMIG4	Cemig PN
CESP6	Cesp PNB
HGTX3	Cia Hering ON
COCE5	Coelce PNA
CGAS5	Comgas PNA
CSMG3	Copasa ON
CPLE6	Copel PNB
CSAN3	Cosan ON
CPFE3	CPFL Energia ON
CREM3	Cremer ON
CARD3	Csu Cardsyst ON
CYRE3	Cyrela Realt ON
DASA3	Dasa ON
DAYC4	Daycoval PN
DTEX3	Duratex ON
ELET6	Eletrobras PNB
ELPL4	Eletropaulo PN
EMBR3	Embraer ON
ENBR3	Energias BR ON
ENEV3	Eneva ON
ESTR4	Estrela PN

ETER3	Eternit ON
EVEN3	Even ON
EZTC3	Eztec ON
FHER3	Fer Heringer ON
FESA4	Ferbasa PN
FJTA4	Forja Taurus PN
GFSA3	Gafisa ON
GSHP3	Generalshopp ON
GGBR4	Gerdau PN
GOAU4	Gerdau Met PN
GOLL4	Gol PN
GRND3	Grendene ON
GUAR3	Guararapes ON
HAGA4	Haga S/A PN
HBOR3	Helbor ON
IDNT3	Ideiasnet ON
IGTA3	Iguatemi ON
ROMI3	Inds Romi ON
INEP4	Inepar PN
INET3	Inepar Tel ON
MYPK3	Iochp-Maxion ON
ITSA4	Itausa PN
ITUB4	ItauUnibanco PN
JBDU4	J B Duarte PN
JBSS3	JBS ON
MLFT4	Jereissati PN
JHSF3	JHSF Part ON
KEPL3	Kepler Weber ON
KLBN4	Klabin S/A PN
LIGT3	Light S/A ON
RENT3	Localiza ON
LOGN3	Log-In ON
LAME4	Lojas Americ PN
AMAR3	Lojas Marisa ON
LREN3	Lojas Renner ON
LPSB3	Lopes Brasil ON
LUPA3	Lupatech ON
MDIA3	M.Diasbranco ON
MGEL4	Mangels Indl PN
POMO4	Marcopolo PN
MRFG3	Marfrig ON
MTIG4	Metal Iguacu PN
BEEF3	Minerva ON
MNPR3	Minupar ON
MMXM3	MMX Miner ON
MRVE3	MRV ON
MULT3	Multiplan ON
NATU3	Natura ON
ODPV3	Odontoprev ON
OIBR4	Oi PN
PCAR4	P.Acucar-Cbd PN
PRBC4	Parana PN

PMAM3	Parapanema ON
PDGR3	PDG Realt ON
PETR4	Petrobras PN
PINE4	Pine PN
PLAS3	Plascar Part ON
PSSA3	Porto Seguro ON
PTBL3	Portobello ON
POSI3	Positivo Inf ON
PFRM3	Profarma ON
PRVI3	Providencia ON
RADL3	RaiaDrogasil ON
RAPT4	Randon Part PN
RCSL4	Recrusul PN
RNAR3	Renar ON
RDNI3	Rodobensimob ON
RSID3	Rossi Resid ON
SBSP3	Sabesp ON
SAPR4	Sanepar PN
STBP11	Santos Brp UNT N2
SCAR3	Sao Carlos ON
SMT03	Sao Martinho ON
SLED4	Saraiva Livr PN
CSNA3	Sid Nacional ON
SLCE3	SLC Agricola ON
CRUZ3	Souza Cruz ON
SGPS3	Springs ON
SULA11	Sul America UNT N2
SUZB5	Suzano Papel PNA
TCSA3	Tecnisa ON
TOYB4	Tectoy PN
TGMA3	Tegma ON
TELB4	Telebras PN
VIVT4	Telef Brasil PN
TEMP3	Tempo Part ON
TIMP3	Tim Part S/A ON
TOTS3	Totvs ON
TBLE3	Tractebel ON
TRPL4	Tran Paulist PN
TRIS3	Trisul ON
TPIS3	Triunfo Part ON
TUPY3	Tupy ON
UNIP6	Unipar PNB
USIM5	Usiminas PNA
VAGR3	V-Agro ON
VALE5	Vale PNA
VLID3	Valid ON
VIVR3	Viver ON
WEGE3	Weg ON
WHRL4	Whirlpool PN