



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

LUDMILA QUITÉRIA SOUZA DOS SANTOS GOUVEIA

**IMPACTO DO CONFLITO DE AGÊNCIA SOBRE O PREÇO  
DAS AÇÕES: UM ESTUDO EMPÍRICO DE PRECIFICAÇÃO  
DE AÇÕES DO GRUPO PÃO DE AÇÚCAR**

Brasília – DF

2012

LUDMILA QUITÉRIA SOUZA DOS SANTOS GOUVEIA

**IMPACTO DO CONFLITO DE AGÊNCIA SOBRE O PREÇO  
DAS AÇÕES: UM ESTUDO EMPÍRICO DE PRECIFICAÇÃO  
DE AÇÕES DO GRUPO PÃO DE AÇÚCAR**

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à  
obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr. Ivan Ricardo Gartner

Brasília – DF

2012

Gouveia, Ludmila Quitéria Souza dos Santos.

Impacto do conflito de agência sobre o preço das ações: um estudo empírico de precificação de ações do grupo pão de açúcar / Ludmila Quitéria Souza dos Santos Gouveia. – Brasília, 2012.

83 f. :il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 2012.

Orientador: Prof. Dr. Ivan Ricardo Gartner, Departamento de Administração.

LUDMILA QUITÉRIA SOUZA DOS SANTOS GOUVEIA

**IMPACTO DO CONFLITO DE AGÊNCIA SOBRE O PREÇO  
DAS AÇÕES: UM ESTUDO EMPÍRICO DE PRECIFICAÇÃO  
DE AÇÕES DO GRUPO PÃO DE AÇÚCAR**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de  
Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília da  
aluna

**Ludmila Quitéria Souza dos Santos Gouveia**

Dr., Ivan Ricardo Gartner  
Professor-Orientador

Dr., Pedro Henrique Melo  
Albuquerque,  
Professor-Examinador

Dr., José Carneiro da Cunha,  
Professor-Examinador

Brasília, 11 de setembro de 2012.

Ao meu pai,  
Francisco José Souza Gouveia,  
pelo exemplo de vida, de superação,  
de caráter e dedicação a profissão,  
por sempre ter acreditado na minha capacidade  
e me incentivado constantemente  
Dedico

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Dr. Ivan Ricardo Gartner, meu orientador, pelo enorme aprendizado nas suas disciplinas da graduação, pelo exemplo como professor, pela sua dedicação acadêmica, pelo profundo conhecimento da área em que atua, pelo respeito aos seus alunos e orientandos, pela paciência e atenção.

À minha família: ao meu pai Francisco, pelo incentivo e afeto, à minha mãe Angélica pelo seu amor e ao meu irmão que mesmo distante se fez presente nessa etapa importante da minha carreira e todos aqueles que de forma direta e indireta contribuíram para a conclusão desse meu desafio pessoal.

***“Determinação coragem e autoconfiança são fatores decisivos para o sucesso. Se estamos possuídos por uma inabalável determinação conseguiremos superá-los. Independentemente das circunstâncias, devemos ser sempre humildes, recatados e despidos de orgulho.”***

***Dalai Lama***

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é avaliar a Teoria ou Hipótese da Eficiência do Mercado na sua forma semiforte quando da divulgação do fato relevante acerca do anúncio da proposta de fusão entre Abílio Diniz - segundo maior acionista do Grupo Pão de Açúcar (GPA) – e a rede Carrefour, sem o conhecimento do sócio Casino – maior acionista do grupo. Devido esta negociação ter sido realizada de forma sigilosa entre o Carrefour e Diniz, este fato se caracterizou como um conflito de agência, pois infringiu cláusulas do acordo de acionistas gerando conflito de interesses entre os agentes. Este caso teve repercussão internacional e chegou aos órgãos de controle como a CVM e a Câmara de Comércio Internacional. Buscou-se verificar por meio de um estudo de eventos se o mercado se comportou de forma eficiente diante da divulgação da proposta de associação. Além da metodologia de estudo de eventos, também se utilizou o *Capital Asset Pricing Model* e o teste *t-student*. Os dados das ações PCAR4 e CBD foram obtidos do banco de dados da Economática e os programas para a geração dos gráficos e regressões foram Excel e Gretl. Os resultados obtidos apontaram que o mercado se comportou de forma ineficiente, rejeitando-se a hipótese nula para um nível de confiança de 95% e um nível de significância de 5%.

**Palavras-chave: 1. Conflito de Agência 2. Governança Corporativa 3. Assimetria Informacional 4. Eficiência de Mercado Semiforte 5. Estudo de Eventos 6. Modelo de Mercado**



## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Percentual de ações com direito a voto em posse do maior acionista: .....	25
Figura 2 – Modelo atual de governança corporativa das companhias brasileiras: .....	26
Figura 3 – Exigências para Níveis de Governança Corporativa da Bovespa: .....	29
Figura 4 – Empresas Listadas nos Níveis de Governança da Bovespa em 2004: .....	30
Figura 5 – Empresas Listadas nos Níveis de Governança da Bovespa em 2006: .....	30
Gráfico 1 - Investidores Pessoa Física na BM&FBOVESPA: .....	32
Figura 6 – Linha do tempo de um estudo de evento: .....	41
Figura 7 – Linha de tempo da pesquisa: .....	41
Equação 1 – Fórmula do Retorno Observado: .....	42
Equação 2 – Fórmula do Retorno Anormal Diário: .....	48
Equação 3 – Fórmula do Retorno Anormal Acumulado: .....	43
Equação 4 – Fórmula do Retorno Anormal Ajustado Médio: .....	44
Equação 5 – Fórmula do modelo de mercado: .....	45
Gráfico 2 – Representação gráfica da regressão linear: .....	45
Equação 5 – Fórmula do Retorno Anormal Acumulado: .....	47
Gráfico 3 – Comportamento dos Retornos Anormais da PCAR4 - Janela de Evento (-20 a +20): .....	56
Gráfico 4 – Comportamento dos Retornos Anormais do CBD - Janela de Evento (-20 a +20): .....	57

Gráfico 5 – Comportamento dos Retornos Logarítmicos do CBD - Janela de Evento (-111 a +91): .....	58
Gráfico 6 – Comportamento dos Retornos Logarítmicos da PCAR4 - Janela de Evento (-111 a +91): .....	58
Gráfico 7 – Comportamento do Retorno do CBD em relação ao Dow Jones: .....	58
Gráfico 8 – Comportamento do Retorno da PCAR4 em relação ao Ibovespa: .....	59
Gráfico 9 – Comportamento do Retorno do CBD em relação ao Dow Jones: .....	59
Gráfico 10 – PCAR4 versus Ibov (com ajustamento por mínimos quadrados): .....	74
Gráfico 11 – CBD versus Dow Jones (com ajustamento por mínimos quadrados): .....	74
Modelo 1 – Estimativas OLS usando as 91 observações 1- 91/ Variável dependente PCAR4: .....	75
Modelo 2 – Estimativas OLS usando as 91 observações 1- 91/ Variável dependente CBD: ..	75

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Formas de Eficiência : .....	41
Tabela 2 – Estrutura Acionária GPA 06.10.2011:.....	54
Tabela 3 – Descrição da Amostra: .....	57
Tabela 4 – Sistema de Hipóteses das Regressões: .....	58
Tabela 5 – Resumo dos Resultados dos Testes de Linearidade e Regressão:.....	59
Tabela 6 – Retornos Anormais – PCAR4 e Ibovespa/ CBD e Dow Jones:.....	66
Tabela 7 – Resumo da Estatística T para a Janela de Evento: .....	66

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
1.1 Contextualização .....	13
1.2 Formulação do Problema.....	15
1.3 Objetivo Geral .....	15
1.4 Objetivos Específicos .....	15
1.5 Justificativa da Pesquisa .....	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	18
2.1 O Processo de Dispersão do Capital.....	18
2.2 A Separação entre a Propriedade e a Gestão nas Empresas .....	19
2.3 Teoria da Agência.....	20
2.3.1 Conflitos entre Acionista Majoritário versus Minoritário .....	22
2.3.2 Custos de Agência .....	24
2.4 A Governança Corporativa.....	25
2.4.1 A Governança Corporativa no Brasil .....	27
2.5 Valor da Informação para os Investidores.....	34
2.5.1 Ambientes com Informações Assimétricas .....	36
2.5.2 Eficiência Informacional .....	37
3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA .....	41
3.1 Tipo e Descrição Geral da Pesquisa .....	41

3.2	População e Amostra .....	42
3.3	Caracterização dos Instrumentos de Pesquisa .....	42
3.4	O Estudo de Eventos .....	42
3.5	O Modelo de Mercado .....	47
3.6	Procedimentos de Coleta de Dados .....	49
3.7	Procedimentos de Análise de Dados .....	49
4	CARACTERIZAÇÃO DA ORGANIZAÇÃO .....	51
5	RESULTADOS E DISCUSSÃO DA ANÁLISE EMPÍRICA .....	54
5.1	A Amostra Seleccionada .....	54
5.2	Teste de Hipótese das Regressões .....	55
5.3	Resultado e Análise das Regressões .....	57
5.4	Resultados dos Retornos Anormais Diários para a Janela do Evento (-20 até +20) .....	59
5.5	Resultados dos Retornos Anormais Diários para a Linha do Tempo da Pesquisa (-111 até +91) .....	60
5.6	Análise das Hipóteses Sobre a Eficiência de Mercado (HEM) .....	63
6	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....	65
6.1	Conclusões .....	65
6.2	Recomendações .....	66
7	REFERÊNCIAS .....	68
	APÊNDICES .....	72
	Apêndice A – Dados dos Retornos Contínuos .....	72

Apêndice B – Dados de Cálculo do Retorno Anormal (RA) e do Retorno Anormal Acumulado (RAA) para a Janela do Evento (-20 a +20) da PCAR4 .....	75
Apêndice C – Dados de Cálculo do Retorno Anormal (RA) e do Retorno Anormal Acumulado (RAA) para a Janela do Evento (-20 a +20) do CBD .....	77
Apêndice D - Resultado das Regressões para a Janela de Estimação (91 dias) .....	72

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

O cerne de toda discussão envolvendo governança corporativa, conflitos de interesses ou problemas de agência e informações assimétricas que irá desencadear posteriormente nos estudos de eficiência de mercado, advém da separação entre propriedade e controle das grandes empresas contemporâneas.

O início das discussões a respeito de governança ocorreu a partir do *crash* de 1929, quando os investidores sofreram grandes perdas. Nessa época nos Estados Unidos surge a primeira lei de proteção ao investidor, seguida pelo *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* (SEC) de 1934. (BHIDE, 1994).

Além da quebra da bolsa de 1929, o surgimento de diversos escândalos envolvendo grandes corporações norte americanas, como os casos Enron (energia), WorldCom, Qwest e Adelphia Communications (telecomunicações), Xerox (equipamentos) e Merck (farmacêutico), que envolveram a casa dos bilhões de dólares e provocou uma séria crise de credibilidade corporativa (BERGANIMI JR.,2002).

Esta crise não se restringiu apenas aos Estados Unidos. Empresas européias e brasileiras também foram afetadas por problemas parecidos que envolviam fraudes provocadas pela alta gerência dessas companhias.

Na Europa o caso mais conhecido foi o do grupo varejista holandês Royal Ahold que admitiu em 2003 ter inflado seus resultados no período em mais de US\$ 500 milhões, fazendo com que suas ações caíssem mais de 50%.

No Brasil, a falta de credibilidade nas empresas envolveu significativamente o setor bancário, colocando em risco todo o setor financeiro do país. O próprio Banco Central depois da fraude ocorrida no Banco Nacional em 1995, da ordem de R\$ 9,2 bilhões, teve que intervir na economia para socorrer os bancos privados. O Banco Central criou um programa conhecido como Proer para a reestruturação do sistema financeiro nacional. (ANDRADE, A.; ANDRADE, G., 1995).

A tônica destes escândalos corporativos está no gerenciamento ou manuseio dos resultados pelos dirigentes ou administradores da companhia, com a intenção de ocultar perdas econômicas relevantes dos seus investidores, mostrando uma imagem diferente da entidade principalmente para os seus acionistas, problema denominado por *earnings management*, segundo (ANDRADE, A.; ANDRADE, G., 1995).

Nos Estados Unidos os casos de fraudes mencionados foram tão graves, que o estado precisou intervir no mercado, instituindo, em julho de 2002, a lei Sarbanes-Oxley (Sox). Essa lei determina que os relatórios financeiros das empresas com ações em bolsas norte-americanas devem conter uma declaração do presidente e do diretor financeiro, que assumem a responsabilidade pelas informações financeiras divulgadas, de modo que possam responder judicialmente por eventuais fraudes.

Neste contexto, surge a governança corporativa como uma ferramenta voltada para evitar ou minimizar os conflitos de interesses existentes entre administradores (agentes) e acionistas (principais), conflito este denominado também de problema de agência (*agency*) ou problema agente-principal.

Para Silveira (2004), a discussão sobre governança corporativa surgiu como resposta aos diversos relatos sobre expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores, evidenciada pelo chamado problema de agência.

Diversos países têm utilizado o conjunto de princípios e práticas da governança corporativa para garantir a eficiência do mercado acionário, tornando-o mais seguro e dirimindo possíveis conflitos de interesses tanto entre acionistas e executivos como também acionistas majoritários e minoritários.

Visando incentivar as empresas brasileiras a adotar boas práticas de governança, a Bovespa criou em 2001 os níveis diferenciados de governança corporativa, com o intuito não só de divulgar as empresas que estão preocupadas com a transparência das informações, o respeito aos acionistas e gestão ética pelos executivos. Essa política iniciada pela Bovespa foi tão eficaz que outras iniciativas institucionais e governamentais surgiram com o mesmo objetivo.

A eficácia dessa iniciativa pode ser verificada no número crescente de empresas que aderem por conta própria aos níveis de governança da Bovespa. Portanto iremos discutir essa e outras iniciativas ao longo do referencial teórico, mas é importante observamos que o mercado de capitais brasileiro vem apresentando um nível de maturidade superior ao dos demais países em desenvolvimento.

No entanto o mercado de capitais brasileiro e dos demais países emergentes possui uma estrutura de propriedade altamente concentrada, dominada por empresas de propriedade familiar, estatal e/ou estrangeira. Segundo La Porta et al. (1998), o principal problema de agência se dá pelo excesso de poder votante dos controladores que pode resultar em expropriações dos acionistas minoritários. Diferentemente dos problemas existentes em países desenvolvidos, onde é mais comum a separação entre propriedade e gestão com dispersão do



capital, logo nestes países os problemas mais comuns ocorrem entre executivos e acionistas. Aqui, os principais problemas ocorrem entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários (não controladores).

Conforme Silveira (2004), as disputas brasileiras geralmente giram em torno de expropriações econômicas por parte dos controladores, por meio de fechamentos de capital, operações de *tunneling*<sup>1</sup>, contratos desvantajosos com as chamadas partes relacionadas ou outras decisões pautadas em defesa de interesses dos majoritários.

## **1.2 Formulação do problema**

Diante deste contexto, pode-se sintetizar o problema de pesquisa a ser explorado neste trabalho pela seguinte questão: como os agentes econômicos reagem à divulgação de informações que podem ser caracterizadas como conflitos de agência?

Em resposta a esta indagação, procurar-se-á testar a hipótese de mercado eficiente na forma semiforte.

## **1.3 Objetivo Geral**

O objetivo geral deste trabalho é avaliar o impacto do anúncio de informações que caracterizam conflito de agência entre acionistas do Grupo Pão de Açúcar, testando seus reflexos na precificação das ações da companhia, que foram negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e na New York Stock Exchange (NYSE). Assim testando a eficiência do mercado no seu nível semiforte para o evento selecionado.

---

<sup>1</sup> *Tunneling* “é a transferência de recursos entre empresas de um mesmo grupo de forma a maximizar o retorno do acionista controlador do grupo de empresas. É uma forma de expropriação dos acionistas minoritários e corresponde a um custo de agência.” (definição de Silveira para o site do IBGC).

## 1.4 Objetivos Específicos

Como objetivos específicos deste trabalho, citam-se:

- i. Realizar uma revisão bibliográfica sobre o tema em estudo;
- ii. Verificar, estatisticamente, se existe uma relação significativa entre divulgação pública de informações caracterizadas como conflitos de agência e o retorno anormal do preço das ações, para determinado período;
- iii. Avaliar se existiu evidências de ganhos anormais na amostra durante o período selecionado;
- iv. Comparar os resultados observados nas ações negociadas na Bovespa e na NYSE.

Desse modo, pretende-se alcançar o objetivo geral por meio dos objetivos secundários, amparados por metodologia econométrica sólida de estudos de eventos, com o propósito de contribuir para ampliar a discussão sobre o tema dos conflitos de agência na área de finanças.

## 1.5 Justificativa da Pesquisa

O foco da maior parte dos estudos atuais referente à análise da teoria da agência, parte do pressuposto de que a principal responsabilidade dos executivos é adicionar valor aos acionistas. De acordo com Silveira (2002) esta idéia tornou-se cada vez mais aceita e difundida na literatura de administração de empresas.

Avaliar a empresa com o intuito de gerenciá-la com base na evolução de seu valor é preocupação atual de praticamente todos os principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista provavelmente se torne o padrão global para mensuração do desempenho do negócio. (RAPPAPORT, 1998, p.1).

Por essa e outras razões, a proposição de um estudo sobre questões que analisam relações de conflitos de interesses, seu impacto nas ações e sua possível solução através de inclusão da governança corporativa, caracteriza-se como instrumento pertinente de auxílio ao setor empresarial e aos interessados em análise da teoria da agência, conforme descreve Simão (2006).

De uma forma geral, as pesquisas que tratam especificamente da teoria da agência juntamente com a abordagem dos conflitos de interesses inerentes aos problemas de agência,

envolvem não somente o agente e o principal como foi definido inicialmente pela relação contratual estabelecida por Jensen e Meckling (1976). No entanto outros agentes cuja importância e influência não são percebidas tão diretamente neste contexto, também encontram-se envolvidos, pois possuem interesses na organização, tais como *shareholders* e *stakeholders*<sup>2</sup>.

Indivíduos que mesmo não envolvidos diretamente não gestão das organizações, sentem os reflexos das atividades das empresas na sua vida diária. Por exemplo, o aumento do número de empregos, o incremento na arrecadação de impostos para o investimento do estado na melhoria do bem-estar da sociedade, os impactos sociais e ambientais provocados pelas atividades das organizações.

Portanto algumas iniciativas importantes como a publicação de balanços sociais visa fornecer a sociedade um conjunto de informações não só financeiras a respeito das atividades das empresas que influenciam diretamente a comunidade.

Outro aspecto que motivou a realização deste estudo refere-se ao fato de podermos contribuir com este estudo para o aprimoramento da tomada de decisão no âmbito do mercado financeiro, pois para os investidores a informação é peça chave no processo de tomada de decisão. Neste contexto, estudos a respeito da hipótese de mercados eficientes na forma semiforte, fornece ao investidor informações sobre como se comporta o mercado diante de tais eventos. Assim, de posse dessas informações ele pode estabelecer melhores previsões.

---

<sup>2</sup> Shareholders correspondem a grupos que podem afetar ou serem afetados, de modo significativo pela empresa, já *stakeholders* são todas as partes interessadas que devem estar de acordo com as práticas de governança executadas pelas empresas. São elas: os empregados, clientes, fornecedores, credores, governos, acionistas, entre outros (definição de Silveira para o site do IBGC).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. O Processo de Dispersão do Capital

Acompanhando o crescimento das corporações e provavelmente também em decorrência dele, uma das mudanças mais notáveis do mundo corporativo foi a dispersão do capital de controle das companhias. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Ainda, Andrade e Rossetti (2006) apontam cinco fatores como determinantes desta mudança:

1. A constituição das grandes empresas na forma de sociedades anônimas;
2. A abertura do capital de empresas fechadas e o aumento do número de empresas listadas na bolsa de valores;
3. Aumento do número de investidores no mercado de capitais e a crescente diversificação de suas carteiras de ações;
4. Os processos sucessórios, desencadeados com a morte dos fundadores das companhias;
5. Os processos de fusão das grandes companhias.

Berle e Means (1932), no livro *“The modern corporation and private property”* analisam a estrutura de propriedade das três maiores companhias dos Estados Unidos no período de 1901-1931. Os autores demonstram o movimento de dispersão do capital das companhias: *American Telephone & Telegraph*, *Pennsylvania Railroad* e o da *United States Steel*. Podemos observar que em 30 anos o número de acionistas aumentou por volta de 62 vezes na *AT&T*, 9 vezes na *Pensylvania* e 11 vezes na *US Steel*. Ainda, segundo Berle e Means (1932) com a dispersão do número de acionistas, em 1931, o conselho de administração da *US Steel*, que abrigava os dois maiores acionistas da companhia, possuía apenas 1,4% do capital. Na *AT&T* o maior acionista detinha 0,7%; na *Pensylvania*, os três maiores eram detentores de menos de 3%.

Berle e Means (1932), ao analisarem a estrutura de propriedade das empresas nos Estados Unidos, observaram a prevalência de empresas de capital aberto com propriedade diluída entre vários pequenos acionistas minoritários.

O sistema acionário possibilitou, de um lado, o expansionismo e o agigantamento do mundo corporativo, bem como a maior concentração do poder econômico nas 500 maiores empresas das economias nacionais. Mas, de outro lado, manifestou-se dentro dele um importante movimento em direção oposta à da concentração: a **dispersão do número de acionistas** e a **pulverização da propriedade**. Mais ainda: a propriedade acionária tornou-se menos permanente, pelo crescente volume de negociações nas bolsas de valores. E, junto com a pulverização e as mudanças na constituição dos proprietários, estabeleceu-se um inexorável processo de **despersonalização da propriedade**. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 69-70, grifo do autor).

## 2.2. A Separação entre a Propriedade e a Gestão nas Empresas

O primeiro estudo relacionado aos problemas inerentes à estrutura de propriedade e controle foram realizados por Adam Smith na obra *“The Wealth of Nations”* em 1776. No livro Adam Smith aponta a atitude de negligência e esbanjamento dos administradores que resultariam quando aqueles que administram a empresa o fazem com dinheiro de outros e não de si próprios, conforme citado por Okimura (2003). Portanto para Adam Smith não se podia esperar que os administradores das companhias que administram o dinheiro de outras pessoas zelem por ele e o façam com a mesma vigilância cuidadosa dos sócios-diretores de uma empresa privada. (JENSEN; MECKLING, 1976)

Em 1932, Adolf A. Berle e Gardner C. Means no clássico *“The Modern Corporation and Private Property”*, aborda como paradigma central o tema da separação entre propriedade e controle. Reproduzindo os argumentos norteadores da referida obra, destacaremos três aspectos cruciais da evolução do mundo corporativo segundo Berle e Means (1932): 1. O afastamento entre a propriedade e o controle nas grandes corporações; 2. as mudanças no comando das companhias – dos proprietários para os gestores – e as divergências de interesses entre eles; e 3. A inadequação das concepções tradicionais sobre o controle das sociedades abertas e sobre o objetivo clássico da maximização do lucro.

No entanto Okimura (2003) ressalta que Adam Smith ao contrário de Berle e Means, não apresentou evidências empíricas das suas proposições devido simplesmente ao fato de naquela época, antes da Revolução Industrial, as empresas serem em sua maioria pequenas,

fechadas e com propriedade concentrada em indivíduos ou famílias. Portanto raríssimas eram as empresas com propriedade dispersa, como por exemplo a Companhia das Índias Orientais.

Outro ponto de divergência conceitual entre os autores mencionados refere-se ao controle das sociedades abertas, pois na concepção clássica exposta por Adam Smith (1776), a propriedade privada envolvia a posse, domínio e o controle efetivo de riquezas reais por uma pessoa ou um grupo de sócios ativamente empenhados na sua gestão. Em contraposição Berle e Means viam a dissociação entre a propriedade privada, a posse, o domínio e o controle pessoalmente exercido pelos proprietários, para eles existiam cinco tipos de controle das riquezas privadas: 1. o controle pleno pelos próprios titulares da riqueza; 2. o controle por grupos majoritários; 3. o controle por mecanismos legais; 4. o controle minoritário e 5. o controle administrativo.

Em resumo, pelo exposto acima nota-se que tanto Adam Smith quanto Berle e Means apresentaram contribuições importantes formando uma sólida base conceitual para estudos posteriores sobre divergências de interesses em conflitos de agência e governança corporativa.

### **2.3. Teoria da Agência**

“O problema clássico provocado pela separação de propriedade e gestão é tratado pela literatura econômica através da teoria da agência”. (SIFFERT, 1999, p.4).

Os primeiros autores que trataram especificamente da teoria da agência foram Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973), cujo estudo analisa a “estrutura de remuneração dos gestores, denominados de agentes, no alinhamento dos seus interesses com o dos acionistas ou proprietários, denominados de principal”. (OKIMURA, 2003, p.24).

No entanto foram Jensen e Meckling (1976), no clássico *“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”*, responsáveis pela formalização da teoria da agência.

Considerando que a empresa é um conjunto de relações, Jensen e Meckling (1976), definem no seu estudo um tipo específico de relação, denominada relação de agência, definindo-a como um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) contratam uma outra pessoa (agente) para desempenhar algum serviço em seu benefício, existindo a delegação da autoridade de decisão para o agente.

A relação de agência da forma como foi definida por Jensen e Meckling (1976), evidencia a separação entre a propriedade e o controle de uma empresa. Procianny (1994) aborda na sua tese de doutorado que foi justamente essa separação que originou o problema ou conflito de agência, cuja existência advém do fato de todos os indivíduos participantes de uma relação de agência buscar sempre a maximização das suas próprias utilidades que muitas vezes são conflitantes entre si, ou seja, o principal quer a maximização da sua riqueza, expressa pela valorização das ações da empresa na bolsa, já o agente buscará também o aumento da sua riqueza à custa do principal e da empresa, por meio do aumento nos gastos com viagens de primeira classe, motorista e uma série de gratificações para ele e a sua família.

As considerações acima abordadas acerca da maximização da função utilidade tanto do agente como do principal foram apresentadas por Jensen e Meckling no artigo intitulado “The nature of man” de 1994. De acordo com Okimura (2003) e Simão (2006) neste trabalho propõe-se um modelo simplificado para o entendimento do comportamento humano em que as ações dos indivíduos são determinadas por suas próprias preferências e objetivos pessoais e que nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função utilidade que não seja a sua. Dessa forma, com base em suposições sobre a natureza humana, surge a hipótese fundamental da teoria da agência: a inexistência do agente perfeito.

Segundo Jensen e Meckling (1994, p.29) um agente perfeito é um indivíduo que se for preciso abdicará das suas próprias preferências para maximizar as preferências do principal. Advém dessa definição a idéia de que não existe o agente perfeito, pois ela é contrária a própria essência da natureza humana. Desta forma, haverá abertura para o desalinhamento entre o comportamento desejado pelo principal e o efetivamente apresentado pelo agente, conforme Simão (2006).

Jensen e Meckling (1976) analisaram o conflito de interesses entre o agente e o principal restritos a apenas duas situações: acionistas versus administrador e acionista/gestor versus credor. No entanto como complementação a esta abordagem, atualmente existem escassos estudos em finanças e economia que tratam do conflito entre acionistas controladores versus acionistas minoritários.

Estudos recentes vêm tratando a teoria da agência com enfoque no resultado de desempenho e valor da empresa. Estudos como os de Okimura (2003) e Barros (2005) são exemplos deste novo tipo de abordagem em teoria da agência.

### **2.3.1 Conflitos entre Acionista Majoritário versus Minoritário**

Até o presente momento, foi-se discutido apenas uma das categorias de conflito de agência, decorrentes de condições que prevalecem quando a estrutura de capital é pulverizada, ou seja, caracterizada pela dispersão da propriedade acionária e, por conseqüência, a propriedade e a gestão não são exercidas pelo mesmo agente, conhecido como conflito típico de agência, no qual os interesses dos acionistas (agentes principais) são conflituosos com o dos gestores (agentes executivos), conhecido amplamente na literatura por conflito agente-principal. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Essa categoria de conflito além de ser amplamente explorada nos trabalhos científicos. Ela é fundamental para o entendimento da teoria da agência, devido especialmente ao fato de ser uma derivação do problema de agência original inspirado por Jensen e Meckling, (1976), que foram os responsáveis pela formalização da teoria da agência.

Quando há um acionista que pode influenciar o controle de uma companhia um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores ou majoritários e os acionistas minoritários. (SIMÃO, 2006). Neste caso, a questão central de agência desloca-se do conflito proprietários-gestores para o conflito majoritários-minoritários.

O conflito majoritários-minoritários é caracterizado pela concentração da propriedade acionária “nas mãos de uns poucos acionista majoritários, que pode levar a justaposição da propriedade-gestão.” (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p.89).

Este segundo conflito de agência ocorre com freqüência no Brasil em que a propriedade no sistema corporativo é concentrada e o mercado de capitais é imaturo, com pequena expressão em relação a outras fontes de capitalização das empresas. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

O estudo empreendido por Denise Simão (2006) na empresa Bombril S/A corrobora a afirmação acima citada. No qual uma empresa brasileira apresenta conflitos entre acionistas majoritários-minoritários. Segundo a autora, o estudo apresentou uma série de dificuldades e limitações no que se refere à adaptação da teoria da agência existente na literatura, que foca os conflitos de interesse entre gestor e proprietário para as relações entre acionistas minoritários e acionistas majoritários.



Tanto a Bombril S/A como a empresa objeto de pesquisa do presente estudo, o Grupo Pão de Açúcar, caracteriza-se por conflitos de agência do tipo majoritários-minoritários.

Weston e Brigham (2004) citam outra categoria de conflito de agência ainda não explorada neste estudo. O caso do conflito de agência entre acionistas e credores surge quando, por exemplo, os acionistas, juntamente com administradores, assumem novos empreendimentos de risco muito maior do que o antecipado pelos credores, fazendo com que caia o valor da dívida a pagar. Se esses empreendimentos forem bem-sucedidos, todos os benefícios irão para os acionistas porque os credores obtêm apenas retorno fixo; por outro lado, se os empreendimentos não derem certo, os detentores dos bônus terão de partilhar as perdas.

Brigham et al. (2001) afirmam que o fato do gestor proprietário de uma sociedade por ações não desfrutar sozinho dos benefícios gerados pela administração, nem tampouco arcar com todos os custos, incentiva a atitudes que não virão em benefícios dos outros acionistas.

Essa afirmação corrobora a hipótese central da teoria da agência elucidada por Jensen e Meckling (1994), a inexistência do agente perfeito, no qual nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função utilidade que não seja a sua.

Portanto os efeitos da presença de grandes acionistas com grande parcela de propriedade pode ser prejudicial tanto para a empresa como para as outras partes relacionadas a ela, devido principalmente à possibilidade dos interesses entre os acionistas não estarem alinhados como sugere Shleifer e Vishny (1997) e La Porta et al. (1999b).

Segundo Okimura (2003), a concentração de votos e de capital favorece o monitoramento mais efetivo por parte do acionista controlador sobre os executivos da empresa. Ao mesmo tempo que propicia a expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, pois os controladores teriam o poder de usufruir de benefícios privados da empresa enquanto os custos desses benefícios seriam compartilhados entre todos os acionistas da empresa.

No mercado de capitais brasileiro existe uma separação entre direito de controle e direitos sobre fluxos de caixa através da emissão de ações sem direito a voto. Por esta razão, investidores executam o pagamento de prêmio extra pelo bloco de ações com controle acionário que determina maior poder de decisão na empresa. Teoricamente, se os benefícios

fossem o mesmo para ambas as partes, ou seja, para os acionistas majoritários e minoritários, esse pagamento de prêmio extra não poderia ser justificado. (VALADARES; LEAL, 2002).

Portanto os conflitos de agência independente da categoria no qual se enquadra, é uma das razões fundamentais para o “desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa e de institutos legais que protejam acionistas, dispersos e minoritários, de ações oportunistas que contrariem seus interesses.” (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p.89).

### **2.3.2 Custos de Agência**

Jensen e Meckling (1976) definem um relacionamento de agência como um contrato no qual o principal, engaja outra pessoa, o agente para desempenhar alguma atividade visando o seu interesse. Essa relação envolve também a delegação de autoridade para tomada de decisão por parte do agente.

Segundo Silveira (2004), se os indivíduos envolvidos na relação contratual visarem apenas à maximização das suas utilidades pessoais é de se esperar que o agente não haja no melhor interesse do principal.

Desta forma, os acionistas podem dirimir essas divergências de interesses por meio do monitoramento das atividades dos executivos e pelo estabelecimento de incentivos contratuais para eles. Logo os acionistas incorrerão em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são denominados custos de agência (SILVEIRA, 2004).

Para Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos:

1. Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
3. Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
4. Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergência entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

“As perdas residuais se referem a cada unidade monetária equivalente de redução de bem-estar do principal em função das divergências existentes com o agente que, por sua vez, não conduzem àquelas decisões que maximizariam esse bem-estar.” (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS, 2008, p.79).

Brigham et al. em (2001) elencou três categorias principais como custos de agência:

1. Gastos para monitorar os gestores, tais como custos de auditoria;
2. Gastos para estruturar a organização, de forma que limite o comportamento indesejável dos gestores;
3. Custos de oportunidade que ocorrem quando restrições impostas pelos acionistas limitam a atuação dos gestores.

Diversos autores adotam a análise do ponto ótimo para delimitar uma zona, no qual investimentos em custos de agência geraram benefícios, somente se não ultrapassar o valor investido em riqueza para o acionista, conforme (SIMÃO, 2006)

“Além dos fatores abordados em relação aos custos de agência, pode-se dizer que a assimetria informacional e os riscos morais são fatores de forte influência nos custos de transação como um todo.” (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS, 2008, p.79).

Portanto a dificuldade de observar se as ações, pré e pós-contratual, de determinado agente estão alinhadas com o acordado ou se estes indivíduos agem em benefício próprio, gerará custos de agência.

#### **2.4. A Governança Corporativa**

A Governança Corporativa é considerada o foco principal das discussões sobre gestão no mundo atualmente, conforme informações veiculadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Essa preocupação com o tema em questão advém da grande quantidade de escândalos corporativos que ocorreram no ano de 2002, sendo o caso Eron o mais emblemático, devido à empresa ser considerada a sétima maior companhia norte-americana e logo em seguida o anúncio da falência da Arthur Andersen, considerada uma das cinco maiores companhias de auditoria do mundo, segundo (SIMÃO, 2006).

Diversos casos de fraudes de repercussão internacional, como os que ocorreram em grandes companhias como World Com, Xerox, Parmalat e Bombril foram relatados pela mídia especializada e provocaram uma reação mais cautelosa do mercado financeiro. Uma série de novas práticas, legislações e regimentos internos mais restritivos que objetivavam maior controle, transparência, ética e a segregação de funções nas empresas.

Dentro desta visão, Fama e Jensen (1983) argumentam que com a separação da propriedade e gestão houve a necessidade de se controlar problemas de agência através de sistemas de decisões que separam a administração (implementação e execução) e controle (ratificação e monitoramento) das decisões importantes em todos os níveis da organização.

De acordo com Fama e Jensen (1983), os mecanismos desta separação são:

1. Hierarquia de decisão, no qual as iniciativas de níveis menores passariam primeiramente para a ratificação e depois para a monitoração;
2. Conselho de administração que ratificam e monitoram as decisões mais importantes da administração da empresa e contratam, demitem e compensam os administradores de níveis mais altos;
3. Estruturas de incentivo que promovam monitoramento mútuo entre os administradores.

A importância da governança na atualidade pode ser verificada pela grande quantidade de estudos e definições acerca deste tema. Diversos autores definem governança corporativa sendo que a única diferença entre estas definições está no enfoque dado aos temas secundários que envolvem a discussão em governança. Esses temas secundários, são: conflito de interesses, assimetria de informações, mecanismos de controle, minimizador de custos de agência, maximizador de retorno para os acionistas e por último os que relacionam governança com desempenho das empresas.

Alguns exemplos da diversidade conceitual referente à governança corporativa. Carvalho (2002, p.19) define governança como “os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro da empresa”. Oliveira Neto (2010, resumo IV) diz que a “governança corporativa pode ser definida como um conjunto de instrumentos legais que visam garantir aos fornecedores de capital o recebimento dos eventuais benefícios produzidos por seus investimentos.” Silveira e Saito (2008, p.80) definem governança como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

Dentre essa gama de definições, a mais genérica é a apresentada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que conceitua governança corporativa como:

Sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselhos de Administração, Diretoria e 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 das organizações, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (IBGC, 2009, p. 19).

O único ponto de convergência conceitual entre os diversos autores que escrevem sobre governança aplica-se a existência de duas condições básicas para que a governança corporativa possa ser aplicada, segundo Hart (1995):

1. Existência de problemas de agência e conflitos de interesses;
2. Presença de contratos incompletos envolvendo custos de transação.

No presente trabalho nos interessa com maior afinco a definição de governança formalizada por Shleifer e Vishny (1997, p. 743), no qual eles analisam governança corporativa sob a ótica da teoria da agência. Os autores definem governança como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os administradores, de forma a reduzir a má alocação de recursos ex-post e motivar os investidores a investirem mais recursos ex-ante.

“Shleifer e Vishny apontam que a maioria das evidências de que os administradores nem sempre agem no interesse dos acionistas, decorre dos estudos de eventos realizados na literatura de finanças.” (SIMÃO, 2006, p.28).

Nesses estudos, cujo precursor foi MacKinlay (1997), no artigo intitulado *Event Studies in Economics and Finance*. O pesquisador determina as reações anormais de preços de ações em relação a um tipo particular de anúncio de evento.

Portanto o foco do corrente trabalho está na investigação de uma reação, em média, significativamente negativa no preço das ações do Grupo Pão de Açúcar (GPA), em relação a um tipo particular de anúncio de evento.

#### **2.4.1. Governança Corporativa no Brasil**

Problemas de governança corporativa ocorridos no mercado de capitais norte-americano, considerado por muitos países emergentes como o Brasil, um modelo de governança. Apresentou em 2002 uma série de escândalos envolvendo fraudes contábeis, adulteração de balanços, negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informação privilegiada e evasão fiscal, de acordo com (Silveira, 2006).

No Brasil também ocorreram casos de escândalos corporativos envolvendo problemas de governança. O mais emblemático deles foi o caso da falência de uma das maiores construtoras do país, a Encol S/A que a partir de 1994 passou a enfrentar grandes dificuldades financeiras. A empresa de auditoria Kroll Associates apresentou posteriormente

um laudo no qual revelou uma fraude da ordem de R\$ 2,5 bilhões. Portanto com a falência da construtora Encol, milhares de mutuários deixaram de receber seus imóveis, destruindo o sonho de muitas famílias, conforme (VEIGA FILHO, 2003).

Esses casos demonstram que os problemas de governança corporativa possuem sérias conseqüências para a economia como também para os indivíduos envolvidos.

Deste modo, quando se compara países existe uma nítida distinção entre o problema básico de governança nas companhias brasileiras e o problema básico de governança nas companhias norte-americanas. O Brasil apresenta características que são comuns aos países emergentes, que são: forte sobreposição entre propriedade e controle, estrutura de propriedade concentrada, “presença marcante de um acionista controlador, que geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa da sua confiança para exercer tal função.” (Silveira, 2004, p.49).

Segundo Silveira (2004), as companhias norte-americanas apresentam uma estrutura de propriedade difusa, com a presença de muitos acionistas, existe uma separação clara entre propriedade e controle, isto é entre quem é acionista e quem é gestor. Além de ter um ambiente econômico e um aparato legal que garante proteção ao investidor. A figura a seguir mostra a diferença entre a concentração da propriedade em grandes companhias brasileiras, em comparação com grandes companhias norte-americanas.

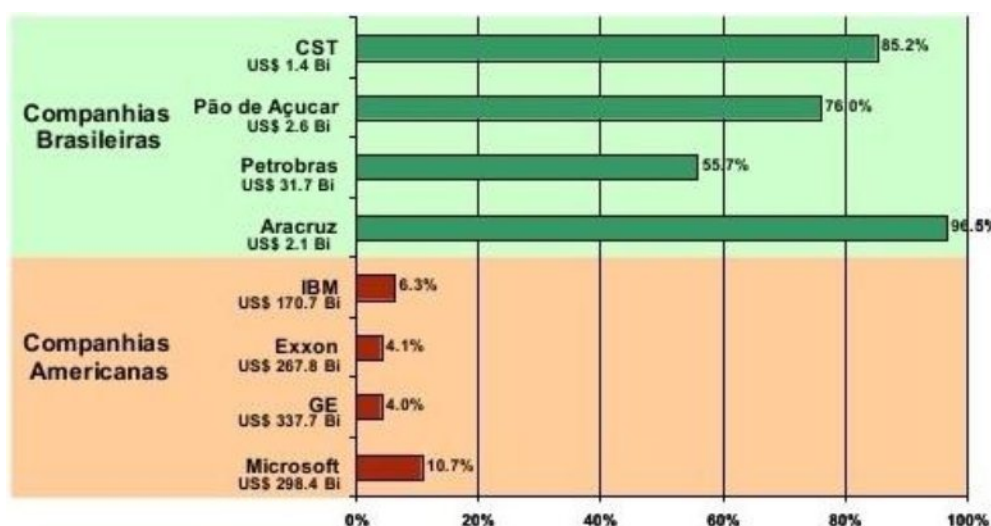


Figura 2 – Percentual de ações com direito a voto em posse do maior acionista

Fonte: Silveira, A.M, (2004, p. 49)

Conforme se pode observar na figura acima, é raro encontrar uma companhia norte-americana com um acionista possuindo mais de 20% de suas ações. Entretanto nas

companhias brasileiras é comum a concentração de propriedade, no exemplo acima o maior acionista da Aracruz possui quase a totalidade - 96,5% - das ações ordinárias da companhia.

Silveira (2004) analisa o modelo atual de governança nas companhias brasileiras, baseado nos trabalhos realizados pelo IBGC (2001), Mckinsey & Company e Corn/Ferry International (2001) Saito e Dutra (2002), Leal e Oliveira (2002a) e por Silveira (2002). De posse desses estudos ele propõe no quadro abaixo um modelo geral de governança corporativa para as companhias brasileiras de capital aberto.

<b>MODELO ATUAL</b>	
<b>Estrutura de Propriedade</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Alta concentração das ações com direito a voto (ordinárias)</li> <li>2. Alto nível de utilização de ações sem direito a voto (preferenciais)</li> <li>3. Empresas fundamentalmente de controle familiar ou controladas por poucos investidores</li> <li>4. Não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários</li> <li>5. Acionistas minoritários pouco ativos</li> <li>6. Alta sobreposição entre propriedade e gestão</li> </ol>
<b>Conselho de Administração</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Pouca clareza na divisão dos papéis conselho/diretoria executiva, principalmente nas empresas familiares</li> <li>2. Estruturas informais dos conselhos (ausência de comitês)</li> <li>3. Maioria de conselheiros externos, porém não independentes</li> <li>4. Escassez de conselheiros profissionais capacitados</li> <li>5. Remuneração como fator pouco relevante</li> </ol>

Figura 3 - Modelo atual de governança corporativa das companhias brasileiras.

Fontes: Silveira A. M (2004, p.54)

No modelo atual de governança das companhias abertas brasileiras, verifica-se uma forte contradição no que se refere à concentração da propriedade e controle. Isto se deve ao fato da grande concentração das ações com direito a voto (ações ordinárias) juntamente com a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais). Deste modo, muitos controladores se tornam de fato acionistas minoritários das empresas controladas pelo fato de não possuírem a maioria do capital social da empresa. Portanto esta contradição gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, de acordo com (SILVEIRA, 2004).

A governança corporativa no Brasil passou por profundas mudanças ao longo do século XX cujo objetivo principal era a busca da adequação e a internacionalização do mercado de capitais brasileiro. Com isso muitas empresas nacionais ganharam credibilidade e visibilidade no mercado internacional, podendo deste modo competir em iguais condições com empresas já consolidadas. Além da competitividade pode-se citar também o aumento do

número de investidores estrangeiros no mercado nacional como impulsionador destas transformações. (SILVEIRA, 2004; SIMÃO, 2006).

Portanto além dos incentivos do próprio mercado decorrentes do aumento da competitividade, não se pode deixar de falar das iniciativas institucionais e governamentais desenvolvidas pelos órgãos reguladores do mercado, como Bovespa, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho Monetário Nacional (CMN), Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e do Banco Central do Brasil (Bacen), segundo (BORGES e SERRÃO, 2005; SILVEIRA, 2004; SIMÃO, 2006).

Silveira (2004, p.56-57) classifica as iniciativas institucionais e governamentais para o aprimoramento das práticas de governança pelas empresas brasileiras em iniciativas de adequação e iniciativas de financiamento. A diferença entre elas é que a primeira iniciativa visa definir melhores práticas a serem seguidas pelas empresas, enquanto que a segunda visa garantir acesso ao capital de longo prazo para as empresas com melhores práticas de governança. Segue abaixo as subdivisões de cada iniciativa, conforme trabalho desenvolvido por Silveira (2004).

#### Iniciativas de adequação:

- Aprovação da Nova Lei das SAs (Lei nº 10.303/2001);
- Criação dos códigos de governança corporativa do IBGC e da CVM;
- Criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

#### Iniciativas de financiamento:

- O BNDES visa fomentar a adoção de melhores práticas de governança no Brasil por meio do “Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa”. No qual estabelece condições diferenciadas de financiamento às empresas que adotam boas práticas de governança, de acordo com a classificação estabelecida no programa;
- Resolução 3.121 do Conselho Monetário Nacional (CMN) prevê limites de investimento para os fundos de pensão com base nos níveis diferenciados de governança da Bovespa. Estima-se um limite bem maior- 50% - de investimentos pelos fundos em empresas integrantes do Nível 2 e do Novo Mercado da Bovespa;
- Aprovação em 2002 do Plano Diretor do Mercado de Capitais que estabelece uma série de ações para incentivar melhores práticas de governança pelas empresas. Este plano prevê, por exemplo, condições diferenciadas de empréstimos para empresas



pertencentes ao Novo Mercado, incentivo para empresas desenvolverem seus próprios códigos de governança, entre outras ações;

- Discussão do projeto de lei do FGTS que prevê o direcionamento de 1% do imposto para a compra de ações ordinárias de empresas pertencentes ao Novo Mercado, ou para a compra de papéis preferenciais resgatáveis de companhias listadas no Nível 2 de governança da Bovespa, garantindo ao trabalhador remuneração mínima de TR mais 3% ao ano.

Dentre estas várias iniciativas que visam fomentar as empresas brasileiras a adotarem boas práticas de governança, verifica-se na literatura que as propostas mais amplamente discutidas, são: a Nova Lei das SAs e os Níveis de Governança da Bovespa.

Em linhas gerais, a nova lei das sociedades anônimas (SAs) prevê uma maior proteção aos acionistas ordinários minoritários e preferencialistas, conforme Silveira (2004).

Entre as principais alterações, estão:

- O estabelecimento no estatuto social da companhia de uma Câmara de Arbitragem para resolução mais rápida dos conflitos entre acionistas e a companhia e entre minoritários e controladores;
- Limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas;
- Direito dos preferencialistas de elegerem um membro para integrar o conselho de administração, somente na condição de representarem 10% do capital social da empresa.

O outro tema amplamente recorrente nos trabalhos de governança corporativa no Brasil, são os Níveis 1 e 2 de governança e o Novo Mercado, instituído pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no ano de 2001. Esses três níveis distintos são crescentes em termos de adoção de práticas de governança pelas companhias e objetiva incentivar e por em destaque as empresas nacionais que adotam boas práticas de governança corporativa, segundo (SILVEIRA, 2004; SIMÃO, 2006). As exigências para a inserção nos níveis de governança estão explicitados na figura abaixo:

Nível de		Requisitos para adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa
Novo Mercado	Nível 1	Manutenção de um percentual mínimo de 25% de ações em circulação e realização de ofertas públicas de ações favorecendo a dispersão do capital
		Divulgação de informações adicionais nas ITRs, DFPs e IANs (DF consolidadas, dem. Fluxos de caixa e valores mobiliários detidos pelo grupo de administradores)
		Regras de Disclosure em operações envolvendo ativos da companhia e divulgação mensal das regras
		de negociação com valores mobiliários e derivativos realizados por controladores ou administradores
		Divulgação de acordo de acionistas, programs de stock options e termos dos contratos firmados com partes relacionadas.
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativo e realização de ao menos uma reunião pública anual com analistas e investidores.
	Nível 2	Balanço anual segundo as normas do USGAAP ou IAS GAAP
		Adesão às regras de Câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários
		Conselho de administração com no mínimo 5 membros e mandato unificado de 1 ano.
		Oferta pública de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro no nível 2
		Direito de voto aos preferencialistas nas seguintes matérias: transformação, incorporação, cisão/fusão, aprovação de contrato com as subsidiárias.
		Tag along de 100% aos acionistas minoritários e de 70% do valor para os preferencialistas
		Emissão apenas de ações ordinárias e/ou conversão das ações preferenciais em ordinárias (proibição de ações preferenciais).

Figura 3 – Exigências para Níveis de Governança Corporativa da Bovespa

Fonte: Simão, (2006, p.38) adaptado de Silveira (2004, p.59)

É preciso ressaltar que o Nível 1 trata da transparência das informações divulgadas e das exigências de liquidez das ações, esse estágio não compreende mudanças estruturais nas práticas das companhias no que se refere a proteção dos acionistas minoritários. No Nível 2 as exigências englobam além das citadas no nível anterior, a implementação da Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários e o estabelecimento de *tag along*<sup>3</sup> de 100% para os ordinaristas e de 70% para os preferencialistas. (SILVEIRA, 2004).

Devido a implementação de políticas de incentivo e fomento para adoção de boas práticas de governança pelos órgãos competentes, verificou-se que ao longo de 2 anos, de 2004 a 2006, aumentou consideravelmente o número de empresas integrantes do Novo Mercado, ou seja, em 2004 haviam apenas 3 empresas, já em 2006 esse número aumentou para 27 empresas. No entanto a maior concentração de empresas encontra-se localizada no Nível 1 de governança. Essa comparação foi feita entre o trabalho de Silveira (2004) e Simão (2006). Como se pode verificar nos quadros abaixo:

<sup>3</sup> O *tag along* consiste no direito de o acionista minoritário receber, no mínimo, um determinado percentual estabelecido do valor pago pelas ações dos controladores em caso de alienação do bloco de controle. (ver Silveira, 2004, p. 50-51).

Nível de Gov. Corp.		Companhias Listadas	
Novo Mercado	Nível 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aracruz</li> <li>- Banco Itaú</li> <li>- Bradesco</li> <li>- Bradespar</li> <li>- Brasil Telecom Participações</li> <li>- Brasil Telecom</li> <li>- Braskem</li> <li>- CBD – Pão de Açúcar</li> <li>- Cemig</li> <li>- Cia Fiação Cedro</li> <li>- Confab</li> <li>- CVRD</li> <li>- Gerdau</li> <li>- Gerdau Metalúrgica</li> <li>- Hering</li> <li>- Itaúsa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Klabin</li> <li>- Mangels</li> <li>- Perdigão</li> <li>- Randon Participações</li> <li>- Ripasa</li> <li>- Rossi</li> <li>- Sadia</li> <li>- São Paulo Alpargatas</li> <li>- Suzano</li> <li>- Cia Transporte Energia Elétrica Paulista</li> <li>- Unibanco</li> <li>- Unibanco Holding</li> <li>- VCP – Votorantim</li> <li>- Vigor</li> <li>- WEG</li> </ul>
	Nível 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Net</li> <li>- Celesc</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Marcopolo</li> <li>- ALL logística</li> <li>- Gol linhas aéreas</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>- CCR Rodovias</li> <li>- Sabesp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Natura</li> </ul>

Figura 5 – Empresas Listadas nos Níveis de Governança da Bovespa

Fonte: Silveira A.M. (2004, p.59)

Nível de Governança Corporativa		Empresas Listadas	
NOVO MERCADO	N I V E L 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>ARACRUZ CELULOSE S.A.</li> <li>ARCELOR BRASIL S.A.</li> <li>BCO BRADESCO S.A.</li> <li>BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.</li> <li>BRADSPAR S.A.</li> <li>BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.</li> <li>BRASIL TELECOM S.A.</li> <li>BRASKEM S.A.</li> <li>CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO</li> <li>CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO</li> <li>CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG</li> <li>CIA FIAÇAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA</li> <li>CIA HERING</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FRAS-LE S.A.</li> <li>GERDAU S.A.</li> <li>IOCHPE MAXION S.A.</li> <li>ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.</li> <li>KLABIN S.A.</li> <li>MANGELS INDUSTRIAL S.A.</li> <li>METALURGICA GERDAU S.A.</li> <li>RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES</li> <li>S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR</li> <li>SADIA S.A.</li> <li>SAO PAULO ALPARGATAS S.A.</li> <li>SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.</li> <li>ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.</li> </ul>
	N I V E L 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA</li> <li>CIA VALE DO RIO DOCE</li> <li>CONFAB INDUSTRIAL S.A.</li> <li>DURATEX S.A.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>UNIBANCO HOLDINGS S.A.</li> <li>UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.</li> <li>UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.</li> <li>VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.</li> <li>WEG S.A.</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.</li> <li>CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.</li> <li>ELETROPAULO S.A</li> <li>EQUATORIAL ENERGIA S.A.</li> <li>GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.</li> <li>MARCOPOLO S.A.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.</li> <li>SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES</li> <li>SUZANO PETROQUIMICA S.A.</li> <li>TAM S.A.</li> <li>UNIVERSO ONLINE S.A.</li> <li>VIVAX S.A.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.</li> <li>AMERICAN BANKNOTE S.A.</li> <li>BCO BRASIL S.A.</li> <li>BCO NOSSA CAIXA S.A.</li> <li>BRASILAGRO - CIA BRAS PROP AGRICOLAS</li> <li>CIA CONCESSOES RODOVIARIAS</li> <li>CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO</li> <li>COPASA - SANEAMENTO MINAS GERAIS</li> <li>COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO</li> <li>CPFL ENERGIA S.A.</li> <li>CSU CARDSYSTEM S.A.</li> <li>CYRELA BRAZIL REALTY S.A.</li> <li>DATASUL S.A.</li> <li>DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.</li> <li>EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.</li> <li>ETERNIT S.A.</li> <li>GAFISA S.A.</li> <li>GRENDENE S.A.</li> <li>OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.</li> <li>PERDIGAO S.A.</li> <li>PORTO SEGURO S.A.</li> <li>RENAR MACAS S.A.</li> <li>ROSSI RESIDENCIAL S.A.</li> <li>SUBMARINO S.A.</li> <li>TOTVS S.A.</li> <li>TRACTEBEL ENERGIA S.A.</li> </ul>	

Figura 5 – Empresas Listadas no Nível de Governança Bovespa

Fonte: Simão, (2006, p.38) adaptado de Silveira (2004, p.59)

Tendo em vista os argumentos apresentados, configura-se como o principal desafio no Brasil em termos de governança: “fazer com que as companhias aprimorem suas práticas para proteger os acionistas minoritários e os credores de longo prazo.” (SILVEIRA, 2004, p. 50). Para isso é necessário um aumento da proteção ao investidor por meio de uma maior transparência das informações, associadas a uma política de gestão voltada a minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, garantindo a participação dos acionistas minoritários no conselho de administração ou a adesão da empresa a mecanismos mais eficientes de resolução de conflitos societários como as Câmaras de Arbitragem. (SILVEIRA, 2004; VIEIRA E MENDES, 2004).

## **2.5. Valor da Informação para os Investidores**

Os mercados financeiros são certamente uma das áreas mais sensíveis à divulgação de informações. Eid. Jr. (2011) afirma que praticamente todas as informações afetam o mercado financeiro. Desde notícias sobre o andamento da economia, eventos políticos, desempenho econômico de outros países, informações sobre a situação financeira das empresas no qual um investidor tem suas ações alocadas. Portanto são as informações financeiras que possuem maior importância para o investidor, pois é através delas que eles projetam os resultados futuros da empresa, e avaliam as perspectivas das ações que estão ou poderão estar nas suas carteiras de investimentos.

É importante ressaltar que a informação no dia de hoje tem um valor altamente significativo não apenas para os investidores, mas, também para pessoas e instituições, pois confere poder a quem as possui. Portanto a informação é um ativo intangível da mesma forma que o conhecimento e “está presente em todas as atividades que envolvem pessoas, processos, sistema, recursos financeiros, tecnologias, etc”. (REZENDE E ABREU, 2006, p. 99).

No caso das instituições, Simão (2006) cita que a informação pode ser considerada como uma das mais poderosas ferramentas de gestão empresarial, devido ao fato de ser o insumo básico no processo de tomada de decisão de investimento em ativos financeiros em uma organização.

Tendo em vista a importância das informações financeiras para os investidores, instituiu-se no artigo 176 da lei 6.404/76 cujo texto “obriga as empresas constituídas sob a forma de SA e com ações negociadas em bolsas de valores a publicarem seus balanços no

Diário Oficial e também em um jornal de grande circulação da localidade onde está a sede da companhia.” (EID JR, 2011, p.4).

O interesse ao acesso amplo e fácil as informações financeiras cresceu consideravelmente no Brasil. Devido ao aumento no número de investidores pessoa física na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), cujo crescimento foi em média 24% ao ano para o período de 2002 a 2011. Como se pode verificar no gráfico a seguir:

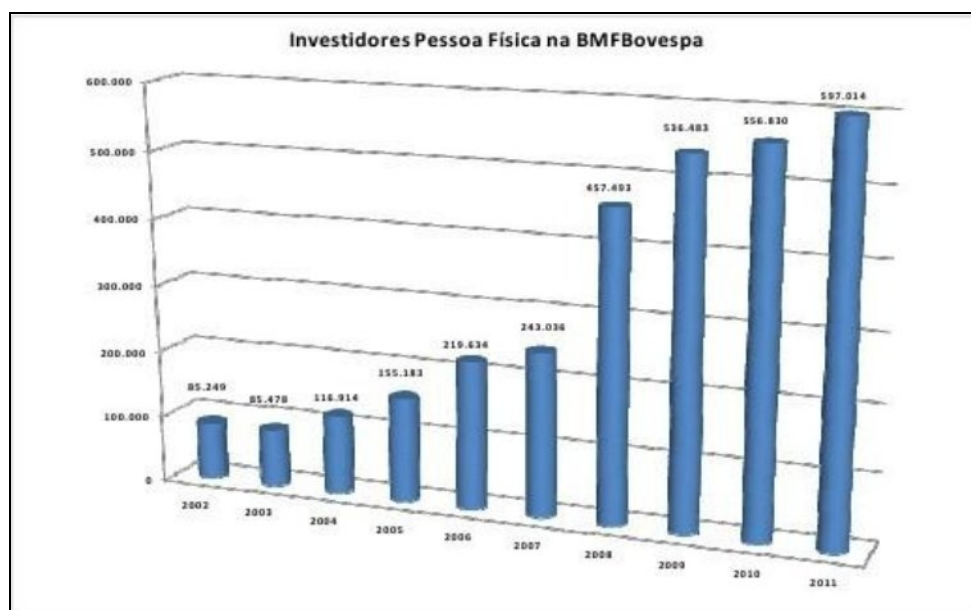


Gráfico 1 – Investidores Pessoa Física na BM&FBOVESPA

Fonte: Eid. Jr. (2011, p. 6)

Segundo a BM&FBOVESPA são cerca de 600.000 brasileiros que investem suas economias diretamente em ações. Além dos investidores pessoa física, temos também os cotistas dos fundos abertos que chega a 3,5 milhões e os participantes dos Fundos de Pensão Fechados que segundo a Abrapp - Associação Brasileira das Entidades de Previdência Privada- havia um total de 7,5 milhões de participantes nesses fundos, em dezembro de 2010. Portanto são cerca de 12 milhões de brasileiros que têm interesse no acesso amplo e fácil às informações sobre as empresas nas quais têm seus recursos investidos, de acordo com (EID JR, 2011).

Diversos estudos em finanças comprovam que a divulgação de informações relevantes reduz a assimetria informacional no mercado e, conseqüentemente, o risco dos investidores tomarem decisões equivocadas, conforme estudo realizado por Bushman e Smith (2001).

No estudo realizado por Carvalho em 2003, ele conclui que a migração das empresas para os níveis diferenciados de governança da Bovespa, com a adoção de melhores práticas de disclosure<sup>4</sup>, resultou em aumento nos retornos das ações, aumento do volume negociado, aumento da liquidez e redução da sensibilidade do preço, a fatores macroeconômicos, isto é, menor o risco.

Dentre alguns dos possíveis benefícios para o investidor, tem-se a diminuição da incerteza acerca do futuro, o que reduz o risco e, conseqüentemente, a volatilidade das ações da companhia. “A idéia é que o risco de um investimento também é influenciado pelo nível de assimetria informacional entre os que estão do lado de dentro da empresa (gestores, acionistas controladores etc.) e os que estão do lado de fora (investidores, credores etc.)”, ver (COSTA JR.; DILL; MURCIA; SOUZA, 2008, p. 2).

Seguindo este raciocínio Souza et al. (2008) baseado no trabalho de Bushman e Smith (2001), concluem que a disponibilidade de informações diminui o grau de incerteza dos usuários externos da companhia a respeito dos resultados futuros da empresa, acarretando redução do risco (volatilidade) das ações da companhia. Logo, um maior nível informacional reduz a incerteza e a volatilidade de um investimento.

### **2.5.1. Ambientes com Informações Assimétricas**

Em um ambiente corporativo ideal “os agentes envolvidos possuem informações completas a respeito das variáveis sociais e econômicas que norteiam o processo de tomada de decisão.” (SIMÃO, 2006, p. 45).

Contudo, a informação é imperfeita, sua obtenção possui custo, existe assimetria de informação e o nível dessa assimetria é afetado pela ação das companhias e dos indivíduos (STIGLITZ, 2000).

No entanto nas empresas modernas é marcante a separação entre empreendedores e fornecedores de capital ou em linhas gerais entre a propriedade e a gestão, no qual os indivíduos com bons projetos e capacidade para geri-los não são, necessariamente, aqueles que possuem os recursos para implementá-los. Portanto nesse cenário os indivíduos que estejam envolvidos diretamente no processo diário da organização possuem informações mais completas do que aqueles que detenham apenas a propriedade da empresa. Deste modo os

---

<sup>4</sup> “*Disclosure*, deriva da palavra *disclose*, é ato de divulgar, evidenciar, disseminar, expor, revelar, isto é, tornar algo evidente, público. No âmbito corporativo, o *disclosure* pode ser caracterizado como a divulgação de informações sobre a empresa. Assim, o conceito de *disclosure* está intimamente relacionado ao conceito de transparência corporativa, sugerindo que empresas com melhor *disclosure* são mais transparentes.” (ver (COSTA JR.; DILL; MURCIA; SOUZA, 2008, p. 1-2).

administradores possuem melhores informações do que os proprietários. Nesse ambiente é necessário que os proprietários (principais) das empresas privadas, criem mecanismos para monitorar e controlar o trabalho dos “administradores (agentes) a fim de que não haja desvio quanto ao cumprimento do objetivo principal da empresa para maximização de lucros.” (SIMÃO, 2006, p. 45).

Diante do exposto tem-se um grande problema para as modernas organizações, pois os indivíduos possuem interesses próprios e muitas vezes conflitantes, os mecanismos de controle são muitas vezes limitados e imperfeitos o que acarreta em custos de agência, de monitoramento e de obtenção de informações completas a respeito das empresas (YOUNG; GUENTHER, 2003).

Logo é consenso que para o funcionamento eficiente do mercado de capitais o fluxo de informações entre a companhia e seus stakeholders seja o mais transparente possível.

Conclui-se do exposto acima que para um investidor racional, que tem consciência de sua desvantagem informacional, apenas optará em investir na empresa caso suas incertezas sejam reduzidas a um nível razoável, ou caso seja pago um (prêmio), por incorrer nos riscos decorrentes da falta de informação. (COSTA JR.; DILL; MURCIA; SOUZA, 2008).

Nesse contexto, Souza et al. (2008) afirma que a divulgação de mais informações, isto é, maior transparência, diminui a assimetria (não-simetria) informacional, o que reduz a incerteza associada a eventos futuros. Logo, um maior nível informacional reduz a incerteza e possibilita melhores decisões econômicas.

### **2.5.2. Eficiência Informacional**

Segundo Camargos e Barbosa (2003) a Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM)<sup>5</sup> é um dos alicerces da Moderna Teoria de Finanças. Fundamentada na premissa de que os preços dos títulos refletem de forma imediata e precisa todas as informações relevantes disponíveis no mercado.

As informações que podem vir a influenciar o preço dos títulos, de acordo com Salles (1991), são: histórico dos preços, lucros futuros, volatilidade, índices econômico-financeiros da análise fundamentalista, variáveis econômicas, fatores políticos, etc. Deste modo, algumas informações podem provocar alterações maiores ou menores dependendo do contexto do mercado, da relevância da informação e do tempo de resposta (velocidade) do mercado diante da divulgação dessa informação.

---

<sup>5</sup> Alguns autores usam a nomenclatura Teoria de Eficiência de Mercado (TEM). (nota explicativa da autora)



Sua origem advém nos estudos sobre o comportamento dos preços de títulos iniciados no começo do século XIX e seqüenciados no decorrer do século XX. Segundo Ceretta (2001), a origem da HME remonta aos estudos realizados em 1900, quando a idéia do comportamento aleatório dos preços passou a ser desenvolvida. No entanto esta teoria foi formalizada matematicamente e traduzida em modelos econômicos só em meados dos anos 60. A partir daí, os economistas desenvolveram a idéia de que não havia nenhum padrão nos preços históricos, isto é, estes não eram úteis para prever mudanças futuras. Portanto foi nesse período que o interesse pela HME foi reavivado na literatura de finanças, com o nome de *Random Walk Theory* ou Teoria do Passeio Aleatório.

Quando se discute HME, é necessário definir os seguintes termos: mercados eficientes, preço justo e *insider*. Fama (1991) define um mercado eficiente como um mercado onde informações relevantes estão disponíveis a todos os agentes do mercado a um custo próximo de zero. A segunda característica essencial deste mercado é a velocidade no qual as informações tanto passadas como futuras são refletidas no preço dos títulos individuais. Portanto para um mercado eficiente o preço de um ativo é uma boa estimativa do seu valor intrínseco em qualquer momento.

O segundo termo relativo à HME, que deve ser definido é o preço justo. Portanto o preço justo ou valor verdadeiro é o valor presente de uma ação. Em outras palavras, o valor verdadeiro é um preço de equilíbrio que engloba toda a informação disponível para os investidores, num dado período do tempo. (BREALEY; MYERS, 2003).

Finalmente o terceiro termo relativo à HME, que deve ser definido é *insider*. Esta terminologia é recorrente nos estudos referentes à forma forte da HEM que será detalhada posteriormente. Segundo Almeida (1999), o *insider* é uma pessoa, geralmente administradores ou investidores de uma companhia que têm acesso a informações privadas e que de posse delas, buscam transacioná-las antes que estas informações venham a público obtendo ganhos anormais em relação ao mercado.

A classificação de eficiência de mercado mais aceita e utilizada é a sugerida por Roberts (1967) e Fama (1970) e (1991), definiram três formas na operacionalização do conceito de eficiência informacional de um mercado: fraca, semiforte e forte. A Teoria de Mercados Eficientes apresenta formas de intensidade para medir a eficiência, conforme é verificado na tabela a seguir:



FORMA	CARACTERÍSTICAS	NOVA CLASSIFICAÇÃO FAMA (1991)
Fraca	O mercado incorpora completamente as informações sobre os preços passados dos títulos. Isto é, retornos anormais (acima da média de mercado) não poderiam ser obtidos com base nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros.	Previsibilidade de Retornos Passados
Semiforte	Os preços refletem não apenas o histórico do comportamento dos preços, como também toda informação pública, tais como balanços das companhias, notícias na imprensa, comunicados de fatos relevantes, etc.	Estudo de Eventos
Forte	Além das informações mencionadas anteriormente (histórico dos preços e informações públicas), os preços refletem as informações não públicas (privadas).	Testes de Informação Privada

Tabela 1 - Formas de Eficiência  
 Fonte: Adaptado de Almeida, (1999, p.4)

O mercado pode ser considerado eficiente na forma fraca (*weak form*) se promover um ajuste lento e gradual nos preços das ações, após a divulgação de uma informação relevante. Neste nível de eficiência, o mercado incorpora completamente as informações sobre os preços passados dos títulos. Desta forma retornos anormais não podem ser obtidos baseados nas expectativas de que os preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros. Muitos analistas do mercado financeiro utilizam a análise gráfica como um indicador do comportamento futuro dos títulos. Portanto segundo esta teoria este tipo de estimativa é falha, excluindo deste modo a possibilidade de existirem estratégias de negociação baseadas simplesmente em informações passadas que promovam ganhos anormais ou retornos que excedam os de equilíbrio (CAMARGO; BARBOSA, 2003).

Na forma de eficiência semiforte (*semi-strong form*) os preços dos títulos refletem não somente os preços passados, mas também toda a informação pública do ativo, incluindo (demonstrativos financeiros e outras publicações periódicas e não-periódicas). Implicando que nenhum investidor conseguirá obter retornos anormais baseado em informações públicas, pois os preços se ajustam rapidamente às novas informações divulgadas.

Finalmente tratar-se-á da forma de eficiência forte (*strong form*) no qual os preços dos títulos refletem os preços históricos, as informações públicas e privadas. Desta forma nenhum *insider* conseguirá obter retornos extraordinários, devido os ajustes dos preços ocorrerem instantaneamente.

“As pesquisas empíricas no mercado de capitais têm encontrado suporte empírico somente para as duas formas, fraca e semiforte, enquanto a maioria dos estudos rejeita a versão da forma forte de eficiência.” (CAMARGOS; BARBOSA,2003, p.48).

Tendo em vista tudo que foi discutido acima, o estudo em questão será construído com base na metodologia de estudos de evento devido este método ser o mais empregado nos testes da forma semiforte de eficiência que é o foco do presente trabalho. Portanto na próxima seção será tratada com maiores detalhes essa metodologia.

### **3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA**

O objetivo principal deste trabalho é analisar o impacto da teoria da agência sobre o retorno das ações do GPA, quando da divulgação de informações assimétricas. Neste capítulo são descritos a amostra, as variáveis utilizadas e os procedimentos metodológicos utilizados para o alcance do objetivo.

A principal referência para a metodologia adotada é o trabalho de Mackinlay (1997), cuja metodologia é amplamente empregada nos testes de Hipótese de Mercados Eficientes na forma semiforte.

#### **3.1 Tipos e descrição geral da pesquisa**

A metodologia “refere-se à maneira global de tratar o processo de pesquisa, da base teórica até a coleta e análise dos dados”, em outras palavras, é uma forma de conduzir a pesquisa. (COLLIS; HUSSEY, 2005, p. 61).

Classifica-se a presente pesquisa de acordo com seus procedimentos, objetivos, abordagem do problema e resultados. Portanto esta classificação é útil para a escolha da melhor maneira de operacionalizá-la.

De acordo com os procedimentos adotados para sua realização, este estudo pode ser classificado como empírico e analítico, devido à utilização de técnicas quantitativas para a coleta, tratamento e análise dos dados (MARTINS, 2002).

Conforme seus objetivos esta pesquisa pode ser classificada como descritiva e explicativa. Descritiva por descrever o comportamento de determinado fenômeno e estabelecer relações entre variáveis; e explicativa por identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência desses fenômenos (GIL, 2002).

Quanto à abordagem do problema esta pesquisa pode ser classificada como quantitativa devido ao emprego de métodos objetivos com o uso de técnicas estatísticas tanto para a coleta como para o tratamento dos dados.

Em relação aos resultados, esta pesquisa é classificada como básica, visando contribuir para a ampliação do conhecimento geral sobre o tema, com a proposição de um exemplo que corrobore ou rejeite a teoria. Não objetivando a resolução de um problema específico.

É importante ressaltar que a classificação acima descrita, não é exaustiva, pois em se tratando de pesquisa em administração, autores como Vergara (2000) e Roesch (2007) também propõem outros modelos classificatórios.

### **3.2 População e amostra**

Para definir a população e amostra do presente estudo é necessário considerar a data da abertura de capital do GPA na Bolsa de Valores de São Paulo e na New York Stock Exchange (NYSE). Em 1995 o Grupo Pão de Açúcar abriu o capital na Bovespa e dois anos depois passou a emitir ADR's (*American Depositary Receipts*) na Bolsa de Valores de Nova York.

Portanto a população do estudo compreende todas as ações ordinárias e preferenciais (PCAR4) do GPA negociadas desde 1995 na Bovespa e 1997 para as ADRs negociadas na NYSE.

A amostra consiste de 1 evento e considerou-se uma janela de -20 a +20 dias a partir da data do evento. Tanto o evento quanto as janelas serão explicadas na próxima seção.

### **3.2 Caracterização dos Instrumentos de pesquisa**

Para o presente estudo de natureza descritiva e quantitativa adotou-se os instrumentos recomendados por Mackinlay (1997) para este tipo de investigação: a metodologia de estudo de eventos. Para operacionalização da metodologia mencionada, utilizaremos os procedimentos/etapas definidas por Campbell, Lo e Mackinlay (1997), que serão especificados no tópico a seguir.

### **3.3 O Estudo de Eventos**

Este tópico é sem dúvida o mais importante do presente estudo, pois nele buscaremos explicar os procedimentos de um estudo de eventos segundo a abordagem do seu idealizador. Assim, segundo Mackinlay (1997) o estudo de eventos mensura o impacto de um evento específico no valor da firma. Dada a racionalidade dos agentes econômicos atuantes no

mercado, e a hipótese de que o mercado opera sob a ótica da eficiência semiforte, espera-se que os efeitos de um evento possam refletir rapidamente no preço das ações.

Macklinlay (1997) menciona que para a realização de um estudo de evento da forma analítica, algumas etapas devem ser cuidadosamente definidas, dentre elas:

- Identificação e definição do evento a ser estudado;
- Determinação da janela do evento;
- Definição do período anterior à janela do evento para o cálculo do retorno esperado da ação, que será utilizado como base de cálculo do retorno anormal;
- Definição dos critérios de seleção da amostra;
- Definição do critério de mensuração do retorno anormal para avaliar o impacto do evento.

No caso deste estudo, buscaremos identificar qual o efeito que o evento do conflito de agência entre os maiores acionistas do Grupo Pão de Açúcar teve sobre os retornos do ativo em questão. Se os resultados demonstrarem que o evento estudado proporcionou retornos anormais, teremos subsídios para rejeitar a hipótese de que o mercado é eficiente na forma semiforte.

O primeiro passo para se realizar o estudo de evento é definir qual o evento a ser analisado. No caso identificamos como o evento a ser estudado: o anúncio da negociação de fusão do Pão de Açúcar a rede de supermercados Carrefour. Que foi realizada pelo seu segundo maior acionista (Abílio Diniz) sem o consentimento do acionista majoritário (o grupo Casino), caracterizando conflito de agência.

O segundo passo consistiu em definir a data do evento e o tamanho da janela do evento, ou seja, isso significa delimitar o período de análise do preço das ações. Conforme Soares, Rostagno e Soares (2002) a data efetiva do evento, geralmente é simbolizada por D0. Após esse processo, determina-se a janela do evento, que é o período em que os preços das ações das empresas serão analisados. Nesses intervalos inclui-se um período anterior (janela de estimação), com o intuito de observar se houve acesso às informações privilegiadas e/ou vazamento de informação e um período posterior (janela de comparação) ao dia do evento na tentativa de se prever alterações ocasionadas pelas informações após o anúncio. Conforme podemos observar na ilustração a seguir:

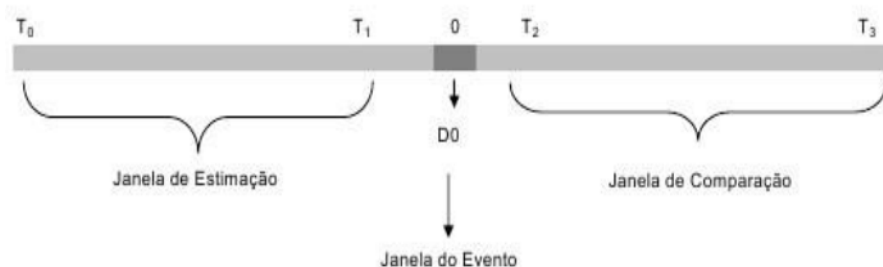


Figura 7 – Linha do tempo de um estudo de evento  
 Fonte: Mackinlay (1997, p.20) apud Simão (2006, p. 64)

A definição da janela de evento apresenta certo grau de subjetividade por parte do pesquisador. Dessa forma, essa não deve ser muito extensa para não haver a possibilidade de englobar outros eventos, causando viés ao resultado e nem muito curta podendo não ser capaz de captar as anormalidades nos preços (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Conforme levantamento realizado por Camargos e Barbosa (2003), os estudos de eventos no mercado de capitais brasileiro apresentam variadas janelas de estimação. Portanto para o referido estudo foi determinado uma janela de eventos semelhante à estabelecida no trabalho de Camargos e Barbosa (2006), a janela compreende 20 dias de negociação antes e depois (de -20 até +20) para a observação do fenômeno. Isto é, um período de 41 dias para os testes de hipótese. A escolha foi feita em virtude da proximidade com o tema do evento que também envolve anúncios de fusões de companhias.



Figura 8 – Linha de tempo da pesquisa  
 Fonte: Campbell, Lo e Mackinlay (1997, p.157) apud Camargos e Barbosa (2006, p.49)

Conforme mostrado na figura 8, o período utilizado para a janela de estimação compreende os 90 dias de negociação anteriores ao início da janela de evento (-111 até -21), já a janela de comparação é composta pelos 70 dias posteriores a ela (+ 21 até + 91). Portanto as distinções entre as janelas serão explicadas no tópico do Modelo de Mercado.

Após definida a linha de tempo da pesquisa, deve-se calcular o retorno das ações que Belo e Brasil denominam de retorno nominal e, para tanto, foi utilizado para o cálculo do retorno das ações as cotações de fechamento diárias, ajustadas em reais. “A periodicidade

diária foi escolhida em função da possibilidade de se tirar vantagem de informações anteriores sobre o dia específico no qual o evento ocorre” (BELO; BRASIL, 2006, p. 52).

O retorno observado ( $R_{it}$ ) foi calculado utilizando o logaritmo natural, porque gera uma distribuição de retornos mais próxima a distribuição normal, premissa dos testes estatísticos paramétricos (SOARES; ROSTAGNO; SOARES, 2002, p.4).

Devido à falta de liquidez de alguns títulos da amostra, o modelo foi adaptado pelo procedimento *trade-to-trade*. No qual segundo Mayners e Rumsey ( 1993) despreza-se os dias sem negociação, utilizando somente as taxas de retorno efetivamente observadas. O mesmo cálculo foi utilizado para obter os retornos do Ibovespa, considerado como o índice de mercado. A forma logarítmica para os retornos ( $R_{it}$ ) será definida por:

$$R_{it} = LN \left( \frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right)$$

Equação (1) : Fórmula do Retorno Observado  
Fonte: Belo e Brasil (2006)

Onde:

$R_{it}$  = Retorno Nominal da ação i no dia t ou Retorno Observado;

$P_{it}$  = Preço de Fechamento da ação i no dia t;

$P_{t-1}$  = Preço de Fechamento da ação i, no dia t-1.

Na sequência, para se identificar o retorno anormal dos títulos ( $R_{it}$ ), foi utilizado o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado (MORAM), pelo qual se faz a diferença entre o retorno observado das ações de determinada empresa e a taxa de retorno da carteira de mercado obtida no mesmo período t. Neste caso, a taxa de retorno da carteira de mercado foi representada pela variação do índice Ibovespa ( $R_{mt}$ ). Portanto qualquer diferença encontrada é considerada anormal (Bertucci, Amaral e Garcia, 2002). Como representado na fórmula a seguir:

$$RA_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Equação (2) : Fórmula do Retorno Anormal Diário  
Fonte: Belo e Brasil (2006)

Onde:

$RA_{it}$  = Retorno Anormal da ação i no dia t;

$R_{it}$  = Retorno Nominal da ação i no dia t;

$R_{mt}$  = Retorno Real do Ibovespa no período t.

Após a apuração dos retornos anormais, estes são somados em cada um dos dias para avaliar quanto foi o Retorno Anormal Acumulado (RAA), o que pode ser expresso pela seguinte fórmula:

$$RAA(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} RA_t$$

Equação (3) : Fórmula do Retorno Anormal Acumulado  
Fonte: Simão (2006)

Onde:

RAA = Retorno Anormal Acumulado

$t_1$  e  $t_2$  = Duas datas quaisquer

$RA_{it}$  = Retorno Anormal no período t

“O Retorno Anormal Acumulado é obtido pela soma simples de todos os retornos anormais contidos em uma janela de evento.” (PETERSON, 1989, p. 46).

De posse do retorno anormal acumulado será possível estimar um retorno anormal ajustado médio ( $\overline{AR}_i$ ). A média dos retornos anormais dos ativos individuais pode ser calculada a partir dos retornos anormais individuais, conforme metodologia aplicada por Cormelato e Terra (2003):



$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_1^{N_t} AR_t}{N_t}$$

Equação (4) : Fórmula do Retorno Anormal Ajustado Médio  
 Fonte: Belo e Brasil (2006)

Onde:

$\overline{AR}_t$  = Retorno Anormal Ajustado Médio

$Nt$  = Número de Retornos Observados no dia  $t$ .

A metodologia de teste de eventos sugere que após o cálculo dos retornos anormais, é necessário verificar se o resultado tem significância estatística por meio da aplicação do teste  $t$  de *student* (CORREIA, 2002; DIAS JUNIOR et al, 2006; MACKINLAY, 1997). O teste  $t$ -*student* é o modelo estatístico apropriado para a análise dos dados e será explicado com mais detalhes na seção de procedimentos e análise de dados.

### 3.4 O Modelo de Mercado

O modelo econômico mais utilizado para o cálculo dos retornos anormais é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Tal modelo estabelece uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno do mercado, levando em conta o risco específico de cada firma (BROWN, 1980; WARNER, 1985). O modelo de mercado considera a classificação das firmas em diferentes classes de risco, o que torna enviesada a utilização de um  $\beta$  comum para diferentes firmas. Caso isso ocorra, o pesquisador corre o risco de subestimar ou superestimar os resultados. (CAMARGOS; BARBOSA, 2006).

É importante lembrar que para o cálculo do retorno anormal e a estimação do  $\beta$  via modelo de mercado, não devemos sobrepor a janela de estimação com a janela do evento, pois, caso existisse a sobreposição desses períodos, incorrer-se-ia no risco de o evento influenciar no cálculo do retorno esperado pelo mercado, conforme (CAMARGOS; BARBOSA, 2006).

O modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado algebricamente pode ser apresentado pela equação a seguir:

$$RA_{it} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{m,t})$$

Equação (5) : Fórmula do modelo de mercado  
Fonte: Simão (2006)

Onde:

$RA_{i,t}$  = Retorno Anormal;

$R_{i,t}$  = Retorno observado do título i no tempo t;

$R_{m,t}$  = Retorno estimado do retorno de mercado;

$\alpha$  e  $\beta$  = Parâmetros estimados a partir da regressão linear aplicada a janela do evento.

O modelo de mercado se baseia na metodologia dos mínimos quadrados ordinários ou regressão linear entre duas variáveis, sendo uma dependente e outra independente. A dependente é o retorno da ação da empresa e a independente é o valor do índice de mercado o Ibovespa<sup>6</sup>. A técnica consiste em buscar a reta cuja soma dos quadrados das distâncias da reta seja o mínimo possível. O gráfico a seguir ilustra essa relação:

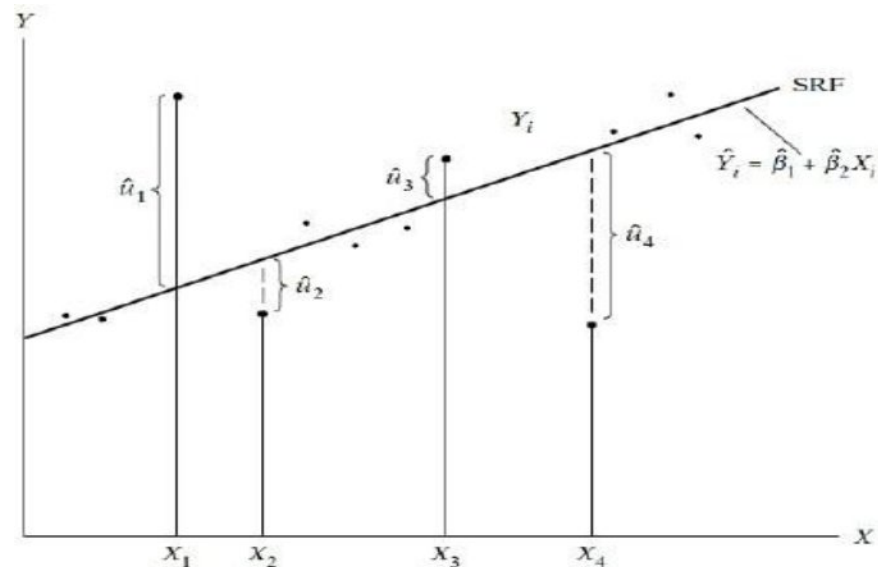


Gráfico 2 – Representação gráfica da regressão linear  
Fonte: Gujarati (2006)

<sup>6</sup> A escolha do Ibovespa “deve-se por sua referência de mercado e por ser o mais empregado pelos pesquisadores da área.” (Simão, 2006, p.61)

### 3.5 Procedimentos de coleta de dados

Os dados da pesquisa são de natureza secundária e foram obtidos por meio do banco de dados da Economática Ltda., já para determinação do valor de mercado foram utilizados dados secundários referentes à cotação dos índices (Ibovespa, Dow Jones), disponível no site da Bovespa e da NYSE.

No entanto a seleção do evento foi estabelecida por meio de pesquisa eletrônica nos principais meios digitais (folha online, valor econômico, revista exame, cvm). A busca foi realizada por notícias de conflitos de gestão envolvendo acionistas do Grupo Pão de Açúcar. Também foi realizada consulta no site do GPA, na seção de relacionamento com investidores para conhecer estrutura acionária e outros dados referentes à caracterização da organização.

Além de ter sido realizada consulta nas principais bases de dados referentes a artigos, teses e dissertações (ver referências).

### 3.6 Procedimentos de análise de dados

Neste tópico pretendemos explicar como foi feita a análise dos dados coletados e como concluiremos se o mercado foi eficiente para a amostra selecionada. De posse do retorno anormal realizar-se-á o teste de hipótese. As hipóteses de interesse para os testes dos retornos anormais são:

$H_0$  (hipótese nula): os retornos têm distribuição de acordo com a HME. Isto é o mercado é eficiente em nível semiforte para a amostra.

$$(RA_{it} = 0)$$

$H_1$  (hipótese alternativa 1): os retornos tem distribuição anormal, refutando a HME. Isto é refutamos a hipótese de eficiência semiforte para a amostra.

$$(RA_{it} \neq 0)$$

Para garantir a validade das inferências, torna-se necessário aplicar o teste estatístico *t-student* para os retornos anormais, de acordo com Mackinlay (1997, p.24). Com referência ao teste estatístico *t* da hipótese mencionada foi utilizado um nível de significância de 5% ( $p\text{-value} < 0,05$ ). A formulação do teste *t* é dado por:

$$t = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\frac{s}{\sqrt{n}}}$$

Equação (5) : Fórmula do teste t de *student*  
Fonte: Belo e Brasil (2006)

Onde:

$\bar{x}$  = Média dos retornos;

$\mu_0$  = Valor fixo usado para comparação com a média da amostra;

$s$  = Desvio padrão do retorno anormal;

$n$  = Tamanho da amostra.

#### 4. Caracterização da Organização

A organização objeto do presente trabalho é o Grupo Pão de Açúcar (GPA), fundado em 1948 por um imigrante português Valentim dos Santos Diniz que impulsionado pelo sonho de ser dono do seu próprio negócio, abre em São Paulo a doceira Pão de Açúcar. Todavia seu fundador não imaginava que a doceira se tornaria o grupo líder no segmento varejista do Brasil.

Os números do Grupo Pão de Açúcar são bastante expressivos, possui *market share*<sup>7</sup> de 17,9% e vendas totais de R\$ 36,1 bilhões em 2010, o Grupo Pão de Açúcar é o líder no segmento varejista do Brasil. A rede fechou o ano de 2010 presente em 19 estados e no Distrito Federal, com 1.647 lojas, mais de 2,8 milhões de metros quadrados de área de vendas, cerca de 150 mil colaboradores e 50 centrais de distribuição. Sua atuação é sustentada por uma estrutura multiformato, que permite atender às necessidades de consumidores de diferentes regiões e classes socioeconômicas com um equilíbrio entre supermercados (Pão de Açúcar, Extra Supermercado, CompreBem e Sendas), hipermercados (Extra Hipermercado), lojas de produtos eletrônicos/eletrodomésticos (Ponto Frio e Casas Bahia), lojas de conveniência (Extra Fácil), "atacarejo" (Assaí), postos de combustíveis, drogarias e operações de comércio eletrônico (Extra.com.br, PontoFrio.com.br, CasasBahia.com.br). (Dados site Grupo Pão de Açúcar 21/11/2011).

Em 1995 a Companhia abre seu capital, na Bolsa de Valores de São Paulo, e dois anos depois se torna a primeira empresa varejista nacional a operar na Bolsa de Valores de Nova York com ADR's (*American Depositary Receipts*). Seguindo seu propósito de crescimento, em 1999, associa-se ao grupo varejista francês Casino que detém 44,6% do capital total do GPA, a família Diniz, representada por Abílio Diniz, fica com 21,4%, o mercado, com 33,6%. Conforme informações disponíveis na tabela abaixo:

---

<sup>7</sup> Market share na sua tradução literal significa quota de mercado ou participação no mercado, isto é, é o termo que designa a participação de uma empresa em algum ramo de atuação (Acesso website Instituto PHD 18/12/2011). < [www.institutophd.com.br](http://www.institutophd.com.br)>

<i>Acionistas</i>	<i>ON</i>	<i>%</i>	<i>PN</i>	<i>%</i>	<i>Total</i>	<i>%</i>
<b>Abilio Diniz</b>	20,4	20,5	35,4	22,1	55,8	21,4
<b>Grupo Casino</b>	79,2	79,5	36,8	22,9	116,1	44,6
<b>Diretoria e Conselho</b>	0,0	0,0	0,7	0,5	0,7	0,3
<b>Ações em Tesouraria</b>	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1
<b>Free Float</b>	0,1	0,1	87,4	54,4	87,4	33,6
<b>Total</b>	99,7	100,0	160,5	100,0	260,2	100,0

Tabela 2: Estrutura Acionária GPA 06.10.2011

Fonte: Acesso website GPA 18/12/2011 &lt; www.gpari.com.br&gt;

O capital social do Grupo Pão de Açúcar é representado por 260,2 milhões de ações, sendo 99,7 milhões ON (ordinárias) e 160,5 milhões PN (preferenciais). As ações livremente negociadas (*free float*<sup>8</sup>) representam 33,6% do total de ações emitidas (Dados site Grupo Pão de Açúcar 18/12/2011).

Com relação ao modelo de governança corporativa adotado pelo GPA, destaca-se o fato da companhia esta localizada no nível 1 de governança da Bovespa, adotar normas nacionais de registros contábeis e de manutenção de registro de empresa aberta na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e, no exterior, cumprir as determinações da SEC (*Securities and Exchange Commission*) e da *New York Stock Exchange*. Além de possuir um código de ética próprio e ser certificada, desde 2006, pelo cumprimento de 100% das exigências da Lei Sarbanes-Oxley. (Dados site do Grupo Pão de Açúcar 18/12/2011).

O ano de 2009 foi marcante para o GPA devido à aquisição do restante das ações do Assaí Comercial e Importadora Ltda., compra do Ponto Frio (Globex Utilidades S/A e suas controladas) e associação com Casas Bahia, colocando o Grupo Pão de Açúcar na posição de maior Grupo de Distribuição da América Latina. (Dados site do Grupo Pão de Açúcar 21/11/2011).

Não obstante a essa sucessão de notícias positivas, o GPA vem passando por uma série de conflitos de interesses entre seus maiores acionistas: Abílio Diniz e a rede Casino (como pode se verificar na tabela 2). O grupo francês entrou com pedido na Câmara de Comércio Internacional (ICC), devido o fato de Diniz e a rede Carrefour terem negociado acordo de fusão sem o conhecimento do sócio Casino – Diniz nega qualquer negociação com o

<sup>8</sup> *Free float* são todas as ações emitidas pela Companhia, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial. (Acesso website BM&F BOVESPA 8/10/2012). < www.bmfbovespa.com.br>

Carrefour- infringido cláusulas do acordo de acionistas entre Diniz e o sócio francês, diz o Casino.

Em paralelo a essa briga que se estabeleceu entre os sócios, o mercado reagiu com otimismo exagerado à proposta de fusão com o Carrefour. As ações preferenciais do grupo de Abílio Diniz fecharam o dia valorizadas em 12,64% sendo negociadas a R\$ 73,25. A corrida às ações do GPA contribuiu para que a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) tivesse a maior alta do mês. (Dados site valor econômico 21/11/2011).

Portanto de posse deste fato relevante, verificar-se-á a luz da teoria se esta e outras notícias influenciaram no preço das ações do Grupo Pão de Açúcar (PCAR4), desde a sua abertura de capital na Bovespa.

## 5. RESULTADOS E DISCUSSÃO DA ANÁLISE EMPÍRICA

O objetivo deste capítulo é testar a hipótese de trabalho sob a ótica da eficiência semiforte. Logo, as hipóteses deverão ser testadas para que os resultados possam ser descritos, levando o estudo às suas interpretações e conclusões acerca do comportamento do mercado perante as novas informações disponibilizadas.

### 5.1 A Amostra Seleccionada

Antes de detalharmos a amostra, devem-se levar em conta os procedimentos iniciais de um estudo de eventos, que são:

1. Identificar o evento a ser estudado;
2. Determinar a data relevante do evento (data “zero”);
3. Definir a janela do evento, a janela de estimação e a janela de comparação.

Esses três itens já foram detalhados no capítulo 3 referente aos métodos e técnicas de pesquisa, mas convém neste caso recordarmos para facilitar a análise dos resultados.

Portanto em resposta ao item (1) proposta de associação das atividades da Companhia Brasileira de Distribuição – CBD - com os negócios do Grupo Carrefour. Item (2), a data do evento ou data “zero”, dia 28 de junho de 2011, quando ocorreu a divulgação da proposta de associação na sede da CBD, no site da CBD ([www.gpari.com.br](http://www.gpari.com.br)), da Comissão de Valores Mobiliários ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) e na BM&FBOVESPA ([www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)). Item (3), a janela do evento de -20 até +20 dias, a janela de estimação de -111 até -21 e a janela de comparação +21 até +91 (ver figura 8).

A amostra consistiu na seleção da ação preferencial do Grupo Pão de Açúcar (PCAR4), e na ADR (CBD), no índice de mercado Ibovespa para a ação preferencial e Dow Jones para a *American Depositary Receipts*. Esses dados foram coletados no programa Economática. Na tabela abaixo, segue algumas informações referentes à amostra selecionada:



<b>AMOSTRA SELECIONADA</b>				
<b>Índice:</b>	<b>Nome:</b>	<b>Ação:</b>	<b>Setor de Atuação:</b>	<b>Data do Evento:</b>
<b>IBOVESPA</b>	Pão de Açúcar S.A.	PCAR4	Comércio (varejo)	28/06/2011
<b>Dow Jones</b>	Companhia Brasileira de Distribuição	CBD	Comércio (varejo)	28/06/2011

Tabela 3: Descrição da Amostra

Após a seleção da amostra, calculamos os retornos logarítmicos com o software Excel conforme descrito na equação (1) da metodologia. No apêndice A temos tabela com os retornos logarítmicos de (-111 até +91 dias) das ações e dos índices utilizados como base para o presente estudo.

## **5.2 Teste de Hipótese das Regressões**

Segundo Gujarati (2000), a metodologia econométrica clássica ou tradicional segue os pressupostos a seguir:

1. Formulação da teoria ou da hipótese
2. Especificação do modelo matemático da teoria
3. Especificação do modelo econométrico da teoria
4. Obtenção de dados
5. Estimativa dos parâmetros do modelo econométrico
- 6. Teste de hipótese**
7. Previsão ou predição
8. Utilização do modelo para fins de controle ou política

Supondo que o modelo matemático e econométrico são uma aproximação adequada da realidade, temos de desenvolver critérios adequados para descobrir se as estimativas obtidas satisfazem as expectativas da teoria, em outras palavras, antes de aceitarmos o resultado como uma confirmação da teoria se faz necessário averiguar por meio do teste de

hipótese se o resultado obtido não se trata de uma ocorrência casual ou uma peculiaridade dos dados específicos que utilizamos.

Após calcularmos as regressões é necessário proceder com os testes paramétricos e não paramétricos a fim de validar a sua utilização no estudo. Deste modo, testar-se-á: a significância das variáveis, a significância da regressão, a autocorrelação dos resíduos, a normalidade dos resíduos, a homocedasticidade dos resíduos e finalmente a estabilidade dos parâmetros. Portanto para testarmos estas premissas e validarmos as regressões, faremos uso do sistema de hipóteses abaixo:

Sistema de hipóteses das regressões à luz do Modelo de Mercado [ $k_i = f(k_m)$ ] é o seguinte:

$H_0$ : não há relação funcional entre o retorno do título e o retorno do mercado.

$H_1$ : há relação funcional entre o retorno do título e o retorno do mercado.

Para testar estas hipóteses, serão feitos os seguintes testes estatísticos:

<b>Hipótese/Premissa</b>	<b>Teste Selecionado</b>	<b>Programa Utilizado</b>
Os parâmetros são significantes	Teste $t$	Gretl
As regressões são significantes	Teste F	Gretl
Os resíduos não são autocorrelacionados	Durbin Watson	Gretl
Os resíduos são homocedásticos	White	Gretl
Os resíduos são normalmente distribuídos	$\chi^2$	Gretl
Teste de estabilidade estrutural	Chow	Gretl

Tabela 4: Sistema de Hipóteses das Regressões

### 5.3 Resultado e Análise das Regressões

Neste tópico são explicitados os procedimentos da análise estatística dos dados. Os resultados obtidos com os pressupostos das 182 observações - estão resumidos na tabela 5.

<b>RESUMO DOS RESULTADOS DAS REGRESSÕES</b>		
	<b>PCAR4</b>	<b>CBD</b>
<b>COEFICIENTES</b>		
<b>Angular</b>	<b>0,620</b>	<b>0,939</b>
<b>Linear</b>	<b>0,000237</b>	<b>- 0,000278</b>
<b>TESTES</b>		
<b>Teste t p-value</b>	<b>0,00002</b>	<b>0,00012</b>
<b>Teste F p-value</b>	<b>0,0000173</b>	<b>0,000123</b>
<b>D.W</b>	<b>1,98836</b>	<b>2,00329</b>
<b>White p-value</b>	<b>0,00000133748</b>	<b>0,0124151</b>
<b><math>\chi^2</math> p-value</b>	<b>0,800838</b>	<b>0,65993</b>
<b>Chow p-value</b>	<b>0,597113</b>	<b>0,744015</b>

Tabela 5: Resumo dos Resultados dos Testes de Linearidade e Regressão

O teste  $t$  e o teste F são testes paramétricos que avaliam a significância dos coeficientes de regressão e requer que a estatística do teste siga uma distribuição de probabilidade igual ou aproximada à normal. No teste  $t$  verificamos se a média de dois grupos é significativamente diferente, já o teste F é utilizado para testar a igualdade de variâncias de duas populações. Foram utilizados os seguintes parâmetros na aplicação dos testes, 119 graus de liberdade e 95% de nível de confiança em um teste bicaudal, como o  $p$  (value) é menor que 0,05, rejeitamos  $H_0$  para os dois testes, logo os parâmetros das regressões são significantes.

O teste Durbin Watson é utilizado para detectar a presença de autocorrelação (dependência) nos resíduos de uma análise de regressão. O valor varia em uma escala de  $0 \leq d_w \leq 4$ . Consultando a tabela da estatística  $d$  de Durbin Watson, para  $n = 90$ ,  $k' = 2$  a um nível de significância de 0,05, encontramos  $d_l$  (inferior) = 1,612 e  $d_s$  (superior) = 1,703. Neste caso concluímos que  $d_l < d_w < 4 - d_l$ . Portanto podemos afirmar que os resíduos não são autocorrelacionados.

A homocedasticidade é uma importante hipótese do modelo clássico de regressão linear no qual a variância de cada termo de perturbação  $u_i$  que aparecem em função da regressão devem possuir igual dispersão, isto é, igual variância. Conforme Gujarati (2000) existem vários métodos para detecção da heteroscedasticidade, porém neste estudo iremos aplicar com o teste de *White*. Como o  $p$  (value) é menor que 0,05, rejeita-se  $H_0$ , indicando que os resíduos são homocedásticos.

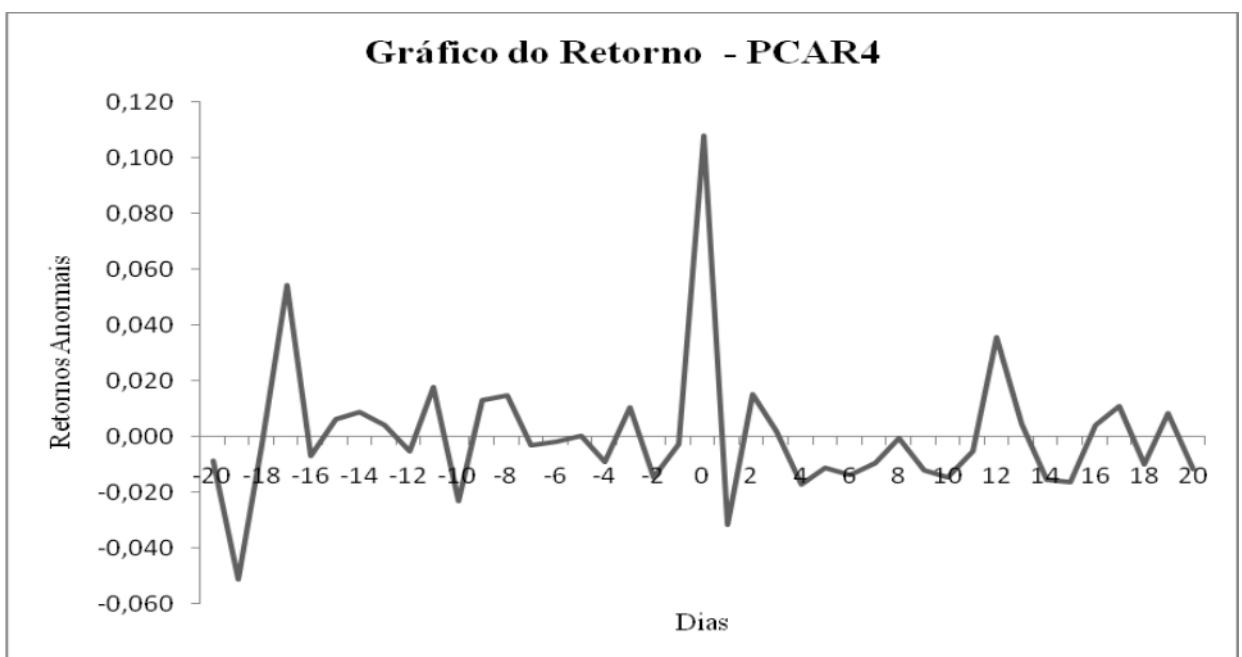
Existem diversos tipos de testes de normalidade, no entanto para nossa análise iremos considerar apenas o teste do grau de ajuste por qui-quadrado ( $\chi^2$ ), este teste avalia se os resíduos esperados seguem uma distribuição de frequência com base na distribuição normal. Como o  $p$  (value) para as duas regressões foram maiores que 0,05, indicando que não se pode rejeitar  $H_0$ . Sendo assim, os resíduos possuem distribuição normal.

No teste de Chow verifica-se a estabilidade estrutural dos parâmetros. Neste caso o  $p$  (value) para as duas regressões foram maiores que 0,05, indicando que não se pode rejeitar  $H_0$ . Sendo assim, os parâmetros são estáveis.

Conclui-se a partir do resultado dos testes de hipótese que as regressões apresentaram resultados significantes estatisticamente, não sendo necessário maiores cuidados estatísticos ou rejeição de algum elemento da amostra.

### 5.4 Resultados dos Retornos Anormais Diários para a Janela do Evento (-20 até +20)

Os gráficos 3 e 4 apresentam os retornos anormais para o intervalo compreendido entre os dias  $t_{-20}$  e  $t_{+20}$ . O período não foi caracterizado por um padrão de comportamento (tendência de alta ou de queda), mas apresentou retornos anormais positivos - indícios da ineficiência do mercado – na data “0” que corresponde a data de veiculação para o mercado



do fato relevante, apesar da alternância de altas e quedas desses retornos.

Gráfico 3 – Comportamento dos Retornos Anormais da Pcar4 - Janela de Evento (-20 a +20)

Fonte: Dados da Pesquisa

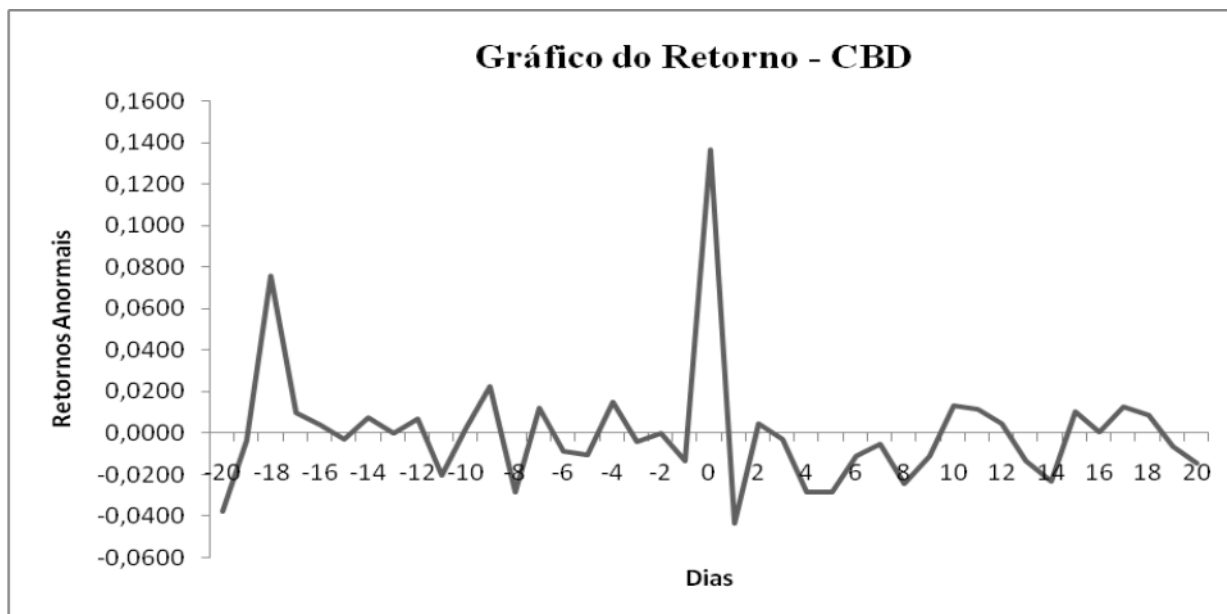


Gráfico 4 – Comportamento dos Retornos Anormais do CBD - Janela de Evento (-20 a +20)  
Fonte: Dados da Pesquisa

## 5.5 Resultados dos Retornos Anormais Diários para a Linha do Tempo da Pesquisa (-111 até +91)

Os gráficos 5 e 6 apresentam o comportamento dos retornos logarítmicos para a linha de tempo da pesquisa, que corresponde ao intervalo compreendido entre os dias  $t_{-111}$  e  $t_{+91}$ . Observa-se a inexistência de um comportamento-padrão para a série como um todo, mas na data “0” quando foi anunciado ao mercado o fato relevante, pode-se observar uma alta significativa dos retornos tanto para as ações do Grupo Pão de Açúcar quanto para o CBD.

O dia da divulgação equivale nos gráficos ao ponto de máximo dos retornos. Isto é, uma reação positiva e instantânea do mercado ao pedido de fusão de um dos acionistas do GPA ao Carrefour. A corrida às ações do GPA contribuiu para que a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) tivesse a maior alta do mês conforme dados site valor econômico de 21/11/2011.

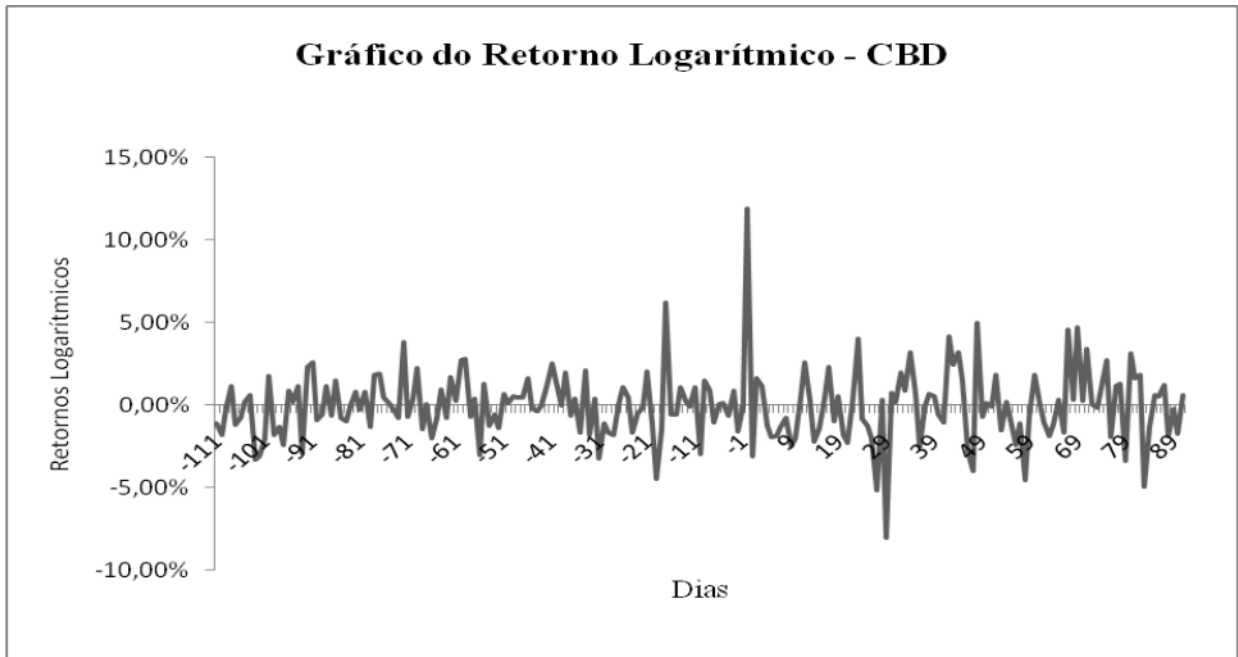


Gráfico 5 – Comportamento dos Retornos Logarítmicos do CBD - Janela de Evento (-111 a +91)

Fonte: Dados da Pesquisa



Gráfico 6 – Comportamento dos Retornos Logarítmicos Da PCAR4 - Janela de Evento (-111 a +91)

Fonte: Dados da Pesquisa

Podemos ver no gráfico 7 que o retorno do CBD esteve bem acima do índice Dow Jones. No gráfico 8, também nota-se o mesmo comportamento da ação preferencial PCAR4 em relação ao índice Ibovespa.

Deste modo explicitando indícios da ineficiência do mercado, como se pode observar pela análise gráfica.

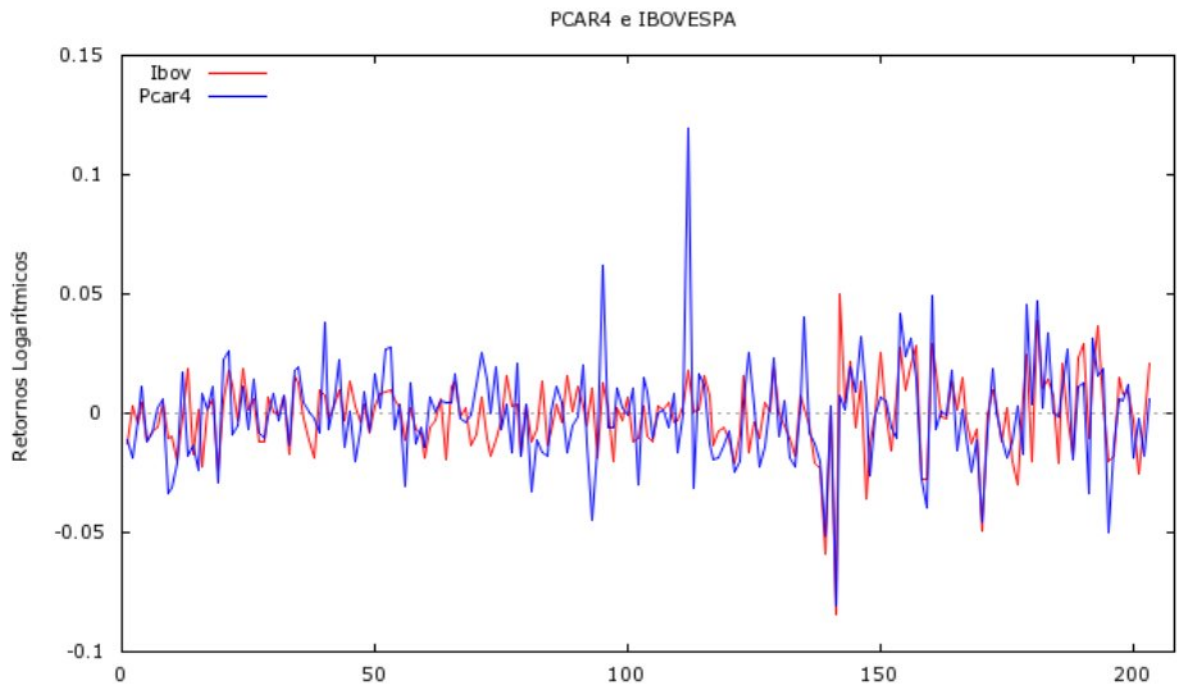
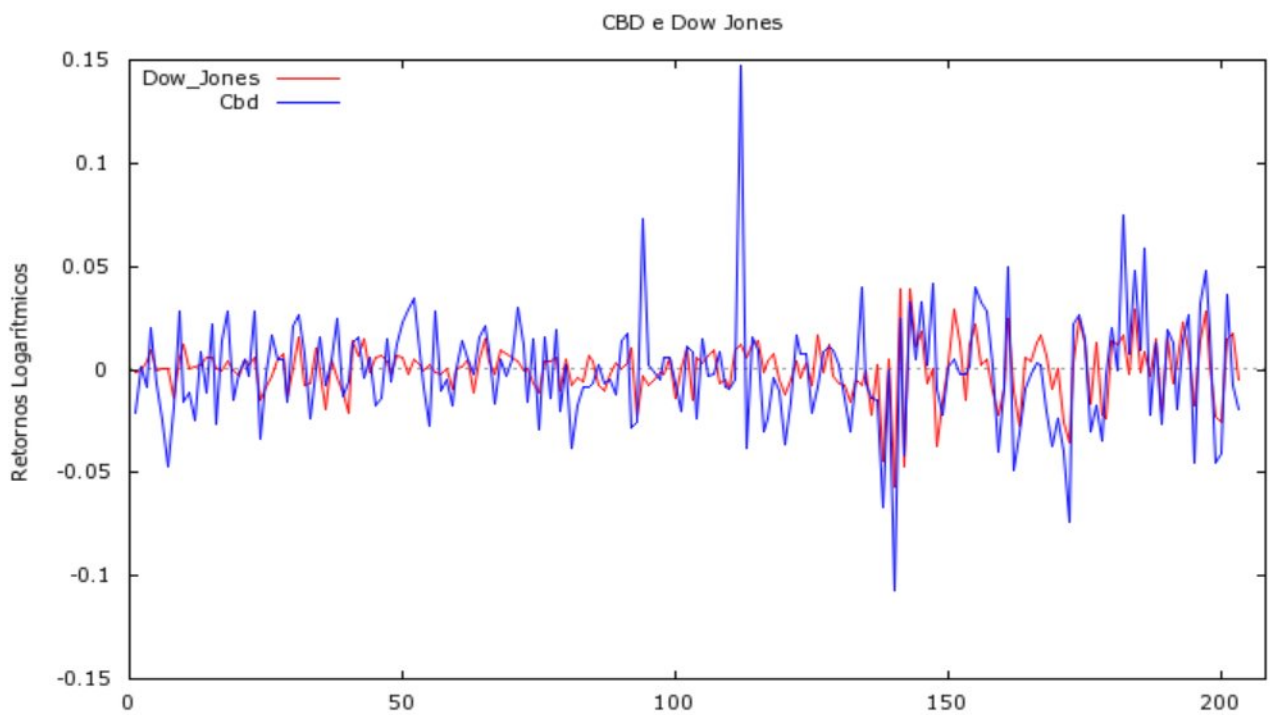


Gráfico 8 – Comportamento do Retorno da PCAR4 em relação ao Ibovespa  
Fonte: Dados da Pesquisa





## 5.6 Análise das Hipóteses Sobre a Eficiência de Mercado (HEM)

Neste tópico pretendemos testar as hipóteses de trabalho e avaliar os resultados obtidos com o intuito de concluir se o mercado foi eficiente ou não na sua forma semiforte para a amostra selecionada.

É importante recordarmos as hipóteses de interesse para os testes dos retornos anormais:

$H_0$  (hipótese nula): os retornos têm distribuição de acordo com a HME. Isto é o mercado é eficiente em nível semiforte para a amostra.

$H_1$  (hipótese alternativa 1): os retornos tem distribuição anormal, refutando a HME. Isto é refutamos a hipótese de eficiência semiforte para a amostra.

Primeiramente listaremos todos os retornos anormais da ação PCAR4 e do CBD em relação ao índice de mercado Ibovespa e Dow Jones respectivamente, para a janela do evento (-20 até 20 dias) conforme tabela 6. A partir destes dados, é necessário aplicar o teste estatístico *t-student* para os retornos anormais, de acordo com Mackinlay (1997, p.24). Com referência ao teste estatístico t da hipótese mencionada foi utilizado um teste bicaudal com nível de confiança de 95% e n-1 graus de liberdade, totalizando 40.

Janela do Evento					
Dias	PCAR4 e Ibov	CBD e Dow Jones	Dias	PCAR4 e Ibov	CBD e Dow Jones
-20	-0,00886	-0,03748	1	-0,03183	-0,04339
-19	-0,05149	-0,00371	2	0,01518	0,00464
-18	-0,00292	0,07606	3	0,00162	-0,00298
-17	0,05402	0,00966	4	-0,01752	-0,02853
-16	-0,00734	0,00385	5	-0,01144	-0,02807
-15	0,00604	-0,00297	6	-0,01403	-0,01092
-14	0,00880	0,00767	7	-0,00977	-0,00508
-13	0,00400	0,00030	8	-0,00093	-0,02457
-12	-0,00526	0,00690	9	-0,01206	-0,01099
-11	0,01773	-0,02035	10	-0,01473	0,01331
-10	-0,02332	0,00217	11	-0,00555	0,01190
-9	0,01279	0,02284	12	0,03559	0,00453
-8	0,01470	-0,02823	13	0,00454	-0,01323
-7	-0,00337	0,01206	14	-0,01572	-0,02327
-6	-0,00190	-0,00876	15	-0,01663	0,01024
-5	0,00004	-0,01036	16	0,00384	0,00050
-4	-0,00907	0,01484	17	0,01075	0,01304

-3	0,01046	-0,00392	18	-0,00999	0,00870
-2	-0,01480	-0,00008	19	0,00815	-0,00640
-1	-0,00288	-0,01311	20	-0,01200	-0,01446
0	0,10794	0,13669			

Tabela 6: Retornos Anormais – PCAR4 e Ibovespa/ CBD e Dow Jones

Fonte: Dados da Pesquisa

Em um teste t bicaudal pode-se fazer a seguinte inferência, não se rejeita a  $H_0$ , quando o  $t_{\text{calculado}} < t_{\text{tabelado}}$ . Logo, para as duas amostras não foi possível refutar a HME na forma semiforte, isto é, concluímos pela eficiência. Portanto como foi adotado para este estudo uma abordagem simplista, cujas variâncias são iguais. É possível que a amostra se comporte de forma ineficiente se levarmos em consideração as diferenças nas variâncias.

<b>Eficiência Para Cada Ação</b>		
Nome:	<b>PCAR4</b>	<b>CBD</b>
Retornos Anormais Médios	0,0003	0,0005
Desvio Padrão	0,0244	0,0294
N	41	41
Significância	95%	95%
T tabelado	2,021	2,021
T calculado	0,08	0,10
<b>Resultado</b>	<b>Rejeita-se a Hipótese</b>	<b>Rejeita-se a Hipótese</b>

Tabela 7: Resumo da Estatística T para a Janela de Evento

Fonte: Dados da Pesquisa

Em resumo a amostra como um todo foi eficiente na forma semiforte, logo os retornos têm distribuição de acordo com a HME após o anúncio do conflito de agência, isto é, não refutamos a hipótese  $H_0$  de eficiência semiforte para a amostra. Este resultado indica que o mercado incorpora completamente o conjunto de informações disponíveis, indicando que os investidores não puderam obter retornos anormais que excedam os de equilíbrio.

## 6 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este tópico se destina a avaliar as conclusões deste estudo e realizar recomendações para estudos posteriores.

### 6.1 Conclusões

Nesta parte do estudo convém verificar se foi realmente alcançado o objetivo geral e específico o qual este trabalho se propôs. Portanto o objetivo norteador do trabalho foi avaliar o impacto do anúncio de informações que caracterizam conflito de agência entre acionistas do Grupo Pão de Açúcar, buscando testar seus reflexos no preço das ações da companhia, que foram negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e na New York Stock Exchange (NYSE). Assim testando a eficiência do mercado no seu nível semiforte para o evento selecionado.

Portanto do ponto de vista teórico e metodológico esse objetivo foi cumprido, primeiro com uma ampla abordagem da teoria, que compreendeu desde os trabalhos sobre separação entre propriedade e controle até os estudos de governança corporativa no Brasil e no mundo. Em relação ao aspecto metodológico, utilizou-se a metodologia mais aceita na área que é a de estudo de eventos idealizada por Mackinlay (1997) e para a especificação do modelo econométrico e testes de hipótese, os princípios de Gujarati (2000).

Nesse sentido, a análise empírica e de hipóteses corroborou com o resultado das pesquisas sobre eficiência de mercado. No trabalho realizado por Camargos e Barbosa (2003), eles levantaram uma amostra de 24 pesquisas sobre eficiência do mercado de capitais brasileiro e concluíram que desta amostra 10 trabalhos apontaram a eficiência do mercado, enquanto 14 constataram a ineficiência.

Nosso resultado apontou para a eficiência de mercado no nível semiforte, porém uma questão ficou sem resposta e sugiro que seja tratada em pesquisas futuras. Ao analisarmos uma ação preferencial (PCAR4) e uma *ADR* (CBD), verifica-se que a hipótese da eficiência não foi rejeitada para ambas e pelo que se conhece na literatura, o mercado de capitais brasileiro não apresenta um nível de eficiência informacional compatível com os países desenvolvidos, devido sua baixa liquidez, grande concentração do volume negociado em poucos papéis e nas mãos de poucos investidores e uma regulação deficiente operacionalmente, conforme Leal e Amaral (1990).

Portanto é de se estranhar que o resultado tenha sido tão equilibrado, como podemos verificar pelo retorno anormal médio de 0,03% para a PCAR4 e 0,05% para o CBD. Além dos retornos, o mercado reagiu de forma bastante similar como podemos observar pela análise gráfica, não houve uma tendência de alta ou de queda, mas na data do anúncio do fato relevante os preços dispararam nos dois mercados, com reflexo mais intenso no índice Ibovespa que teve a sua maior alta do mês de junho em 2011.

Em resumo, a eficiência produz benefícios para o investidor no qual todos ganham e não apenas uma parcela privilegiada por informações privadas. Portanto a eficiência do mercado resultará na diminuição da incerteza acerca do futuro, redução do risco, redução da volatilidade das ações da companhia, isto é, está comprovado que a divulgação de informações relevantes reduz a assimetria informacional no mercado e, conseqüentemente, o risco dos investidores tomarem decisões equivocadas, ao contrário da ineficiência que beneficia de um a alguns poucos especuladores, em detrimento da maior parte dos investidores, configurando uma situação altamente prejudicial ao sistema financeiro.

## **6.2 Recomendações**

Este tópico centra-se nas recomendações para o presente estudo e para pesquisas futuras. No que se refere a estudos posteriores, recomenda-se analisar também o comportamento dos retornos anormais do grupo Casino e Carrefour, seguindo a mesma linha de tempo do presente estudo. De posse dessas informações seria interessante realizar estudos comparativos.

Digo isso, pois o conflito de agência envolveu o anúncio de fusão que não veio a ser concretizado devido à intervenção do grupo Casino. Portanto é importante abordar o impacto desses processos no valor de mercado das firmas envolvidas e comparar os retornos anormais das firmas adquirentes com o retorno das firmas-alvo em um processo de fusão e/ou aquisição.

Outra hipótese interessante a ser explorada seria aplicar a metodologia de estudo de eventos em testes de eficiência forte, pois observei que a maioria dos estudos da área se foca na eficiência fraca e semiforte, que são mais simples de serem investigadas.

Deve-se levar em conta também o risco sistemático ou risco geral do mercado e não somente o risco individual para a construção de um modelo econométrico mais próximo da realidade.

## 7 REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. **Production, information costs and economic organization.** American Economic Review, nº 72, 1972.
- ALMEIDA, R. J.; BUENO, F. A; BRAGA, R.F.R. **Teste sobre a Eficiência Informacional do Mercado Brasileiro em Relação ao Anúncio ou Divulgação de Fusões/Aquisições no período de Maio de 1995 e Janeiro de 1998.** IV SEMEAD , Outubro, 1999.
- ANDRADE, A. R.; ANDRADE, G .A .R. **Governança Corporativa – Estudos de Escândalos Corporativos no Brasil e no Mundo.** II SEGet, 2005.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa : fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 2. ed. – São Paulo: Atlas , 2006.
- ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S.R.; FREITAS, N. I. **Governança Corporativa e a Teoria da Agência em Consonância Com A Controladoria.** Rev. Adm. UFSM, Santa Maria, v I, n.1, p. 71-84, jan./abr. 2008.
- BARROS, L. A. **Valor da Empresa e Estrutura de Capital – Estudo em Condições de Assimetria Informacional e Conflitos de Interesse no Mercado Brasileiro.** São Paulo: Saint Paul, 2005.
- BELO, N. M.; BRASIL, H. G. **Assimetria Informacional e Eficiência Semiforte do Mercado.** In: Revista de Administração de Empresas, v. 46, Edição Especial Minas Gerais, p. 48-57, mar.2006.
- BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. **A Crise de Credibilidade Corporativa.** Revista do BNDES v.9. Rio de Janeiro. Dez./2002.
- BERLE, A. e MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property.** New York: Macmillan, 1932.
- BERTUCCI, L. A.; AMARAL, H. F.; GARCIA, F. G. **A estratégia de financiamento com subscrições de ações: o caso de empresas brasileiras.** In: Encontro Nacional da Associação dos Cursos de Graduação em Administração, 13., 2002, Rio de Janeiro. *Anais.* Rio de Janeiro: Angrad, 2002.
- BHIDE, Amar. **Deficient Governance.** Harvard Business Review. Nov-dez 1994.
- BM&F BOVESPA. **O que significa “ações em circulação” (free float) ?.** Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>> Acessado em 08 de outubro de 2012.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais.** Tradução de Maria do Carmo Figueira. 5.ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1998. 958p BREALEY e MYERS, 2003.
- BRIGHAM E.F; GAPENSKI L.C;EHRHARDT M.C **Administração Financeira.** Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuquerque Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BROWN, S. WARNER, J. **Measuring Security Price Performance.** Journal of Financial Economics, v.8, n.3 , 1980.

\_\_\_\_\_. Using daily stock returns. Journal of Financial Economics, Rochester NY, v.14, n.1, p.3-31, Mar. 1985.

BUSHMAN, Robert; SMITH, Abbie. **Financial accounting information and corporate governance.** *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 237-333, 2001.

CAMARGOS, M. A e BARBOSA, F. V; **Estudo de Eventos: Teoria e Operacionalização.** Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v. 10, n. 3, p.01-20, Jul-set 2003.

CAMARGOS, M. A e BARBOSA, F. V. **Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro Pós- Plano Real: Um Estudo de Eventos dos Anúncios de Fusões e Aquisições.** Revista de Administração., São Paulo, v.41, n.1. p.43-58, jan./fev./mar. 2006.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets.** New Jersey: Princeton University Press, 1987.

CARVALHO, Antonio Gledson de.**Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva.** In: Revista de Administração. São Paulo. v. 37, n.3, p. 19-32, julho/setembro de 2002.

CERETTA, P. S. **Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina.** XXV ENANPAD, 25º, *Anais...* Campinas: ANPAD, set. 2001. 15 p.

COLLIS.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação.** Trad. Lucia Simonini. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CORMELATO, G. M. B.; TERRA, P. R. S. **Um estudo sobre a relevância das informações geradas nas apresentações das companhias abertas para a Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais.** In: Encontro Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 19., 2003, Rio de Janeiro. *Anais.* Rio de Janeiro: ANPAD, 2203. p. 293-309.

CORREIA, M. H. G. – **O impacto da taxa básica de juros dos Estados Unidos no mercado acionário brasileiro: um estudo de eventos.** Santa Catarina, 2002, 134p. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Santa.

COSTA JUNIOR, Newton Carneiro Afonso da.; DILL, Rodrigo Prante.; MURCIA, Fernando Dal-Ri.; SOUZA, Flávia Cruz de. **Impacto do Nivel de Disclosure Corporativo na Volatilidade das Ações de Companhia Aberta no Brasil.** Revista de Economia e Administração, v.10, n.2, p. 196-218, abril/junho de 2011.

DIAS JUNIOR, A.L.; MATAZO, A.R.C.;SILVEIRA, A. D. M. **Impacto das Disputas entre Controladores e Minoritários sobre o Preço das Ações no Brasil.** IX SEMEAD de Administração no Contexto Internacional. FEA/USP, 2006. Disponível em: < [www.ead.fea.usp.br/semead/9semead/resultado\\_semad/an\\_resumo.asp?cod\\_trabalho=344](http://www.ead.fea.usp.br/semead/9semead/resultado_semad/an_resumo.asp?cod_trabalho=344)>. Acesso em: 20 Out.2006.

EID JUNIOR, W. **Publicação de Balanços no Brasil: O Valor da Informação.** Fundação Getúlio Vargas, p. 1-27. Maio. 2011.

FAMA, E. F. **Efficient capital markets: reply.** *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 31, n. 1, p. 143-145, Mar. 1976.

----- **Efficient capital markets II.** *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. **Agency Problems and Residual Claims.** *Journal of Law and Economics*, v.26, June. 1983, p. 327 -349.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GROSSMAN. S.; HART. O. **The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration.** *Journal of Political Economy*, v.94, nº 4, 1986.

GUJARATI, D.N. **Econometria Básica.** 4. e.d. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GUJARATI, D.N. **Econometria Básica.** 3. e.d. São Paulo: Makron Books, 2000. 846p.

HART, Oliver. **Corporate Governance: Some Theory and Implications.** *The Economic Journal*, v.105, p. 678-689, 1995.

IBGC. Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 4 ed. / Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2009.

Instituto phd. Disponível em: < <http://www.institutophd.com.br/blog/quem-somos-instituto-phd/>> Acessado em 18 dez. 2011.

Investpedia.. Disponível em: <[www.investpedia.com.br](http://www.investpedia.com.br)> Acessado em 18 de dez. 2011.

JENSEN, M. C. e MECKLING, W. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** *Journal of Financial Economics*, October, (1976) V.3, No. 4, pp.305-360.

LA PORTA, R. LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. VISHNY, R. **Law and Finance.** *Journal of Political Economy*, v. 106, n6, p. 1113–1155, Dec. 1998.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert . **Investor Protection and Corporate Valuation.** NBER Working Paper 7403 – Forthcoming in the *Journal of Finance* 2002, Cambridge MA 1999a.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio,. **Corporate Ownership around the World.** *Journal of Finance*, v. 54 p. 471-517, 1999b.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. **Investor Protection and Corporate Governance.** *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LEAL, Ricardo. P., OLIVEIRA, C. L. **An evaluation of board practices in Brazil**. Corporate Governance. v.2, n.3, p 21-25, 2002a. Available at [http:// 146.164.90.1:5000/pdf/352.pdf](http://146.164.90.1:5000/pdf/352.pdf).

LEAL, Ricardo .P, CARVALHAL DA SILVA, André L., VALADARES, Silvia. **Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto**. Revista de Administração Contemporânea, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002b.

MACKINLAY, A. C. **Event Studies in Economics and Finance**. Journal of Economic Literature, Nashville, v.35, n.1, p.13-39, Mar.1997.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MAYNERS, E. M.; RUMSEY, J. **Conducting Event Studies with Thinly Traded Stocks**. Journal of Banking and Finance, v. 17, n. 1, p. 145-157, Feb. 1993.

OLIVEIRA NETO, J.C.C. **Governança Corporativa E Eficiência Informacional**. Tese (Doutorado) – Faculdade De Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2010.

OKIMURA, R. Takashi. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil, São Paulo, 2003, 132p**. - Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo

Pão de Açúcar, Relatórios Anuais 1999-2011. Disponível em: <http://www.cbd-ri.com.br/port/home/index.asp>.

Pão de açúcar. Relações com Investidores I GPA. Disponível em <[www.gpari.com.br](http://www.gpari.com.br)> Acessado em 18 de dez. 2011.

PETERSON, P. P. P.P. **Event Studies: a Review of Issues and Methodology**. Florida State University, 1989.

PROCIANOY, J. L. **Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989**. 1994. 74 p. Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating Shareholder Value; A Guide for Managers and Investors**. 2ed. The Free Press, 1998. 205p.

REZENDE, Denis Alcides; ABREU, Aline França de. **Tecnologia da informação aplicada a sistemas de informação empresariais: o papel estratégico da informação e dos sistemas de informação nas empresas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 327p.



ROBERTS, H. **Statistical versus clinical prediction of the stock market**. Unpublished Work presented in the Conference of Securities Price Analysis, Chicago, May 1967.

ROESCH, S. M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**. 3 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

ROSS, S. A. The **Economic Theory Agency: The Principal's Problem**. The American Economic Review, v.63, issue 2, p. 134-139, 1973.

SALLES, A. A. **Eficiência informacional do mercado futuro do Ibovespa**. XV ENANPAD, 15º, *Anais...* Salvador: ANPAD, p. 151-164, set. 1991.

SAITO, R.; SILVEIRA, A.M. **Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. RAE – Revista de Administração de Empresas, vol.48, n.2, abr-jun 2008.

SHLEIFER, A e VISHNY, R. W. **Large Shareholders and Corporate Control**. Journal of Politican Economy, v.95 , 461-488, 1986.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **A survey of corporate governance**. Journal of Finance, v. 52, nº 2, p 737-783, June 1997.

SIFFERT, F., Nelson. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90**. Revista do BNDES, n.9, 1988.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. São Paulo. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2002. 152p. Disponível em <<http://WWW.teses.usp.br>>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação Com o Desempenho Das Empresas no Brasil**. São Paulo, 2004. 250f. Teses (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **O que é Tunneling ?** Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>. Acesso em: 10 de set. 2012.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **O que são Shareholders e Stakeholders ?** Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>. Acesso em: 10 de set. 2012.

SIMÃO, Denise. **O Conflito de Agência Exposto ao Efeito de Mercado: Um Estudo Empírico de Precificação de Ações da Bombril S/A**. São Paulo, 2006. 138p. Dissertação (Mestrado)-Universidade Metodista de São Paulo.

SIFFERT FILHO, Nelson; **Governança Corporativa - padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90**. Rio de Janeiro: ed, 05, 09, jun 1999..

SMITH, Adam, 1776. **The Wealth of Nations**. Editado por Edwin Cannan, 1904. Reimpressão de 1976. The University of Chicago.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. **Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal**. In: Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, XXVI. Salvador: ANPAD, set. 2002.

SPENCE, M; ZECKHAUSER, R.- **Insurance, information and individual action**. *American Economic Review*, 1971, 380- 387.

STIGLITZ, Joseph. **The contributions of the economics of information to twentieth century economics**. *Quarterly Journal of Economics*, v. 115, p. 1441-1478, 2000.

VALOR ECONÔMICO. **Consulta por GPA**. Disponível em <[www.valor.com.br](http://www.valor.com.br)> Acessado em 18 de dez. 2011.

VALADARES, Silvia Mourthé e LEAL, Ricardo P. Câmara - **Ownership and Control Structure of Brazilian Companies**. 2002.

VEIGA FILHO, Lauro. **Laudo mostra que fraudes desviaram R\$ 2,5 bilhões**. *Gazeta Mercantil*, Rio de Janeiro, 24 de fevereiro de 2003, Legislação.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000 cap.4.

WESTON, John Fred; BRIGHAM, Eugene. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2004.

YOUNG, Danqing; GUENTHER, David. **Financial reporting environments and international capital mobility**. *Journal of Accounting Research*, v. 41, p. 553-579, 2003.

## APÊNDICES

## APÊNDICE A – Dados dos Retornos Contínuos

Resultado dos Retornos Logarítmicos para -111 até + 91 dias							
JANELA		PCAR4		JANELA		CBD	
Dias	Data	Ibov	Pcar4	Dias	Data	Dow Jones	CDB
-111	13/01/2011	-1,28%	-1,13%	-111	19/01/2011	-0,11%	-2,07%
-110	14/01/2011	0,31%	-1,83%	-110	20/01/2011	-0,02%	0,18%
-109	17/01/2011	-0,47%	-0,27%	-109	21/01/2011	0,41%	-0,83%
-108	18/01/2011	0,44%	1,13%	-108	24/01/2011	0,91%	2,06%
-107	19/01/2011	-1,22%	-1,19%	-107	25/01/2011	-0,03%	-0,70%
-106	20/01/2011	-0,71%	-0,80%	-106	26/01/2011	0,07%	-2,48%
-105	21/01/2011	-0,62%	0,20%	-105	27/01/2011	0,04%	-4,75%
-104	24/01/2011	0,42%	0,58%	-104	28/01/2011	-1,40%	-1,87%
-103	26/01/2011	-1,04%	-3,34%	-103	31/01/2011	0,58%	2,78%
-102	27/01/2011	-0,96%	-3,11%	-102	01/02/2011	1,24%	-1,56%
-101	28/01/2011	-2,01%	-2,06%	-101	02/02/2011	0,02%	-1,11%
-100	31/01/2011	-0,18%	1,73%	-100	03/02/2011	0,17%	-2,43%
-99	01/02/2011	1,89%	-1,81%	-99	04/02/2011	0,25%	0,84%
-98	02/02/2011	-1,72%	-1,33%	-98	07/02/2011	0,57%	-1,09%
-97	03/02/2011	0,12%	-2,41%	-97	08/02/2011	0,59%	2,17%
-96	04/02/2011	-2,27%	0,84%	-96	09/02/2011	0,06%	-2,67%
-95	07/02/2011	0,14%	0,17%	-95	10/02/2011	-0,09%	1,40%
-94	08/02/2011	0,62%	1,15%	-94	11/02/2011	0,36%	2,83%
-93	09/02/2011	-2,39%	-2,90%	-93	14/02/2011	-0,04%	-1,50%
-92	10/02/2011	0,56%	2,27%	-92	15/02/2011	-0,34%	-0,16%
-91	11/02/2011	1,81%	2,60%	-91	16/02/2011	0,50%	0,49%
-90	14/02/2011	1,21%	-0,90%	-90	17/02/2011	0,24%	-0,27%
-89	15/02/2011	-0,33%	-0,56%	-89	18/02/2011	0,59%	2,81%
-88	16/02/2011	1,84%	1,15%	-88	22/02/2011	-1,45%	-3,36%
-87	17/02/2011	0,17%	-0,65%	-87	23/02/2011	-0,88%	-0,22%
-86	18/02/2011	0,56%	1,45%	-86	24/02/2011	-0,31%	1,67%
-85	21/02/2011	-1,19%	-0,81%	-85	25/02/2011	0,51%	0,49%
-84	22/02/2011	-1,23%	-1,01%	-84	28/02/2011	0,79%	0,49%
-83	23/02/2011	0,70%	-0,12%	-83	01/03/2011	-1,39%	-1,55%
-82	24/02/2011	0,06%	0,82%	-82	02/03/2011	0,07%	2,08%
-81	25/02/2011	-0,07%	-0,31%	-81	03/03/2011	1,57%	2,64%
-80	28/02/2011	0,71%	0,78%	-80	04/03/2011	-0,72%	0,75%
-79	01/03/2011	-1,71%	-1,34%	-79	07/03/2011	-0,66%	-2,36%
-78	02/03/2011	1,56%	1,83%	-78	08/03/2011	1,02%	0,05%
-77	03/03/2011	1,28%	1,92%	-77	09/03/2011	-0,01%	1,55%
-76	04/03/2011	-0,20%	0,47%	-76	10/03/2011	-1,89%	-0,73%
-75	09/03/2011	-1,11%	0,09%	-75	11/03/2011	0,50%	0,37%

-74	10/03/2011	-1,83%	-0,24%	-74	14/03/2011	-0,43%	2,43%
-73	11/03/2011	0,97%	-0,79%	-73	15/03/2011	-1,16%	-1,31%
-72	14/03/2011	0,72%	3,80%	-72	16/03/2011	-2,06%	-0,55%
-71	15/03/2011	-0,24%	-0,69%	-71	17/03/2011	1,38%	1,32%
-70	17/03/2011	0,32%	0,39%	-70	18/03/2011	0,71%	1,61%
-69	18/03/2011	1,00%	2,21%	-69	21/03/2011	1,49%	-0,43%
-68	21/03/2011	-0,28%	-1,44%	-68	22/03/2011	-0,15%	0,58%
-67	22/03/2011	1,32%	0,05%	-67	23/03/2011	0,56%	-1,73%
-66	23/03/2011	0,32%	-2,05%	-66	24/03/2011	0,70%	-1,37%
-65	24/03/2011	-0,39%	-0,70%	-65	25/03/2011	0,41%	1,47%
-64	25/03/2011	0,34%	0,92%	-64	28/03/2011	-0,19%	-0,57%
-63	28/03/2011	-0,85%	-0,75%	-63	29/03/2011	0,66%	1,21%
-62	29/03/2011	0,34%	1,68%	-62	30/03/2011	0,58%	2,27%
-61	30/03/2011	0,85%	0,23%	-61	31/03/2011	-0,25%	2,87%
-60	31/03/2011	0,86%	2,68%	-60	01/04/2011	0,46%	3,45%
-59	01/04/2011	0,99%	2,76%	-59	04/04/2011	0,19%	0,86%
-58	04/04/2011	0,63%	-0,70%	-58	05/04/2011	-0,05%	-0,86%
-57	05/04/2011	0,19%	0,41%	-57	06/04/2011	0,26%	-2,73%
-56	06/04/2011	-1,15%	-3,07%	-56	07/04/2011	-0,14%	2,84%
-55	07/04/2011	0,20%	1,24%	-55	08/04/2011	-0,24%	-0,99%
-54	08/04/2011	-0,66%	-1,29%	-54	11/04/2011	0,01%	-0,50%
-53	11/04/2011	-0,81%	-0,59%	-53	12/04/2011	-0,95%	-1,72%
-52	12/04/2011	-1,88%	-1,43%	-52	13/04/2011	0,06%	0,05%
-51	13/04/2011	-0,61%	0,69%	-51	14/04/2011	0,12%	1,37%
-50	14/04/2011	-0,31%	0,09%	-50	15/04/2011	0,46%	0,50%
-49	15/04/2011	0,61%	0,49%	-49	18/04/2011	-1,14%	-0,24%
-48	18/04/2011	-1,92%	0,45%	-48	19/04/2011	0,53%	1,60%
-47	19/04/2011	1,13%	0,47%	-47	20/04/2011	1,51%	2,08%
-46	20/04/2011	1,35%	1,63%	-46	21/04/2011	0,42%	0,91%
-45	25/04/2011	-0,13%	-0,21%	-45	25/04/2011	-0,21%	-1,62%
-44	26/04/2011	0,26%	-0,37%	-44	26/04/2011	0,92%	0,48%
-43	27/04/2011	-1,32%	-0,06%	-43	27/04/2011	0,76%	-0,30%
-42	28/04/2011	-0,90%	1,17%	-42	28/04/2011	0,57%	0,53%
-41	29/04/2011	0,70%	2,53%	-41	29/04/2011	0,37%	3,02%
-40	02/05/2011	-1,02%	1,42%	-40	02/05/2011	-0,02%	1,21%
-39	03/05/2011	-1,76%	-0,03%	-39	03/05/2011	0,00%	-1,52%
-38	04/05/2011	-1,10%	1,95%	-38	04/05/2011	-0,66%	1,48%
-37	05/05/2011	-0,33%	-0,64%	-37	05/05/2011	-1,10%	-2,92%
-36	06/05/2011	1,58%	0,38%	-36	06/05/2011	0,43%	1,59%
-35	09/05/2011	0,32%	-1,66%	-35	09/05/2011	0,36%	-1,41%
-34	10/05/2011	0,39%	2,07%	-34	10/05/2011	0,59%	1,92%
-33	11/05/2011	-1,71%	-1,79%	-33	11/05/2011	-1,03%	-1,99%
-32	12/05/2011	0,36%	0,41%	-32	12/05/2011	0,52%	0,20%
-31	13/05/2011	-1,21%	-3,27%	-31	13/05/2011	-0,79%	-3,79%
-30	16/05/2011	-0,64%	-1,14%	-30	16/05/2011	-0,38%	-1,72%

-29	17/05/2011	1,33%	-1,64%	-29	17/05/2011	-0,55%	-0,84%
-28	18/05/2011	-1,32%	-1,79%	-28	18/05/2011	0,64%	-0,87%
-27	19/05/2011	-0,76%	0,08%	-27	19/05/2011	0,36%	-0,70%
-26	20/05/2011	0,37%	1,10%	-26	20/05/2011	-0,74%	0,24%
-25	23/05/2011	-0,40%	0,43%	-25	23/05/2011	-1,05%	-0,63%
-24	24/05/2011	1,58%	-1,64%	-24	24/05/2011	-0,20%	-0,49%
-23	25/05/2011	0,08%	-0,49%	-23	25/05/2011	0,31%	-1,19%
-22	26/05/2011	1,12%	-0,17%	-22	26/05/2011	0,07%	1,38%
-21	27/05/2011	0,31%	2,01%	-21	27/05/2011	0,31%	1,70%
-20	30/05/2011	-0,53%	-1,19%	-20	31/05/2011	1,03%	-2,81%
-19	31/05/2011	1,04%	-4,48%	-19	01/06/2011	-2,25%	-2,51%
-18	01/06/2011	-1,89%	-1,44%	-18	02/06/2011	-0,34%	7,26%
-17	02/06/2011	1,26%	6,21%	-17	03/06/2011	-0,80%	0,19%
-16	03/06/2011	0,19%	-0,59%	-16	06/06/2011	-0,51%	-0,12%
-15	06/06/2011	-2,00%	-0,61%	-15	07/06/2011	-0,16%	-0,47%
-14	07/06/2011	0,24%	1,05%	-14	08/06/2011	-0,18%	0,57%
-13	08/06/2011	-0,29%	0,24%	-13	09/06/2011	0,62%	0,59%
-12	09/06/2011	0,69%	-0,08%	-12	10/06/2011	-1,43%	-0,68%
-11	10/06/2011	-1,22%	1,04%	-11	13/06/2011	0,01%	-2,05%
-10	13/06/2011	-1,08%	-2,98%	-10	14/06/2011	1,02%	1,15%
-9	14/06/2011	0,29%	1,48%	-9	15/06/2011	-1,49%	0,86%
-8	15/06/2011	-0,97%	0,89%	-8	16/06/2011	0,54%	-2,35%
-7	16/06/2011	-1,18%	-1,04%	-7	17/06/2011	0,36%	1,51%
-6	17/06/2011	0,29%	0,02%	-6	20/06/2011	0,63%	-0,31%
-5	20/06/2011	0,18%	0,14%	-5	21/06/2011	0,90%	-0,22%
-4	21/06/2011	0,42%	-0,62%	-4	22/06/2011	-0,66%	0,84%
-3	22/06/2011	-0,38%	0,84%	-3	23/06/2011	-0,49%	-0,88%
-2	24/06/2011	-0,29%	-1,64%	-2	24/06/2011	-0,96%	-0,94%
-1	27/06/2011	0,33%	-0,06%	-1	27/06/2011	0,91%	-0,49%
0	28/06/2011	1,76%	11,91%	0	28/06/2011	1,20%	14,77%
1	29/06/2011	0,05%	-3,13%	1	29/06/2011	0,59%	-3,81%
2	30/06/2011	0,11%	1,61%	2	30/06/2011	1,24%	1,60%
3	01/07/2011	1,57%	1,16%	3	01/07/2011	1,35%	0,94%
4	04/07/2011	0,78%	-1,24%	4	05/07/2011	-0,10%	-2,98%
5	05/07/2011	-1,34%	-1,95%	5	06/07/2011	0,45%	-2,42%
6	06/07/2011	-0,75%	-1,85%	6	07/07/2011	0,74%	-0,43%
7	07/07/2011	-0,57%	-1,31%	7	08/07/2011	-0,49%	-1,00%
8	08/07/2011	-1,12%	-0,76%	8	11/07/2011	-1,20%	-3,61%
9	11/07/2011	-2,12%	-2,49%	9	12/07/2011	-0,47%	-1,57%
10	12/07/2011	-0,87%	-1,99%	10	13/07/2011	0,36%	1,64%
11	13/07/2011	1,60%	0,46%	11	14/07/2011	-0,44%	0,75%
12	14/07/2011	-1,65%	2,56%	12	15/07/2011	0,34%	0,75%
13	15/07/2011	-0,34%	0,27%	13	18/07/2011	-0,76%	-2,07%
14	18/07/2011	-1,08%	-2,22%	14	19/07/2011	1,62%	-0,83%
15	19/07/2011	0,41%	-1,38%	15	20/07/2011	-0,12%	0,88%

16	20/07/2011	0,06%	0,45%	16	21/07/2011	1,21%	1,15%
17	21/07/2011	1,91%	2,28%	17	22/07/2011	-0,34%	0,96%
18	22/07/2011	0,01%	-0,97%	18	25/07/2011	-0,70%	0,19%
19	25/07/2011	-0,50%	0,53%	19	26/07/2011	-0,73%	-1,35%
20	26/07/2011	-1,06%	-1,83%	20	27/07/2011	-1,60%	-2,98%
21	27/07/2011	-1,79%	-2,26%	21	28/07/2011	-0,51%	-0,31%
22	28/07/2011	0,72%	0,31%	22	29/07/2011	-0,79%	3,95%
23	29/07/2011	0,20%	4,00%	23	01/08/2011	-0,09%	-0,63%
24	01/08/2011	-0,49%	-0,83%	24	02/08/2011	-2,22%	-1,35%
25	02/08/2011	-2,11%	-1,24%	25	03/08/2011	0,25%	-1,46%
26	03/08/2011	-2,28%	-2,02%	26	04/08/2011	-4,41%	-6,64%
27	04/08/2011	-5,89%	-5,16%	27	05/08/2011	0,53%	-0,03%
28	05/08/2011	0,26%	0,33%	28	08/08/2011	-5,71%	-10,67%
29	08/08/2011	-8,43%	-8,05%	29	09/08/2011	3,90%	2,44%
30	09/08/2011	4,98%	0,71%	30	10/08/2011	-4,74%	-4,21%
31	10/08/2011	0,48%	0,18%	31	11/08/2011	3,87%	3,25%
32	15/08/2011	2,18%	1,93%	32	12/08/2011	1,12%	0,51%
33	16/08/2011	-0,60%	0,87%	33	15/08/2011	1,88%	3,24%
34	17/08/2011	1,37%	3,21%	34	16/08/2011	-0,67%	0,19%
35	18/08/2011	-3,58%	0,67%	35	17/08/2011	0,04%	4,13%
36	19/08/2011	-1,30%	-2,59%	36	18/08/2011	-3,75%	-0,92%
37	22/08/2011	-0,02%	-0,09%	37	19/08/2011	-1,59%	-2,21%
38	23/08/2011	2,54%	0,68%	38	22/08/2011	0,34%	0,16%
39	24/08/2011	0,02%	0,51%	39	23/08/2011	2,92%	0,48%
40	25/08/2011	-1,58%	-0,61%	40	24/08/2011	1,28%	-0,21%
41	26/08/2011	0,75%	-1,07%	41	25/08/2011	-1,52%	-0,27%
42	29/08/2011	2,79%	4,16%	42	26/08/2011	1,20%	0,16%
43	30/08/2011	0,95%	2,42%	43	29/08/2011	2,23%	3,95%
44	31/08/2011	1,98%	3,17%	44	30/08/2011	0,18%	3,30%
45	01/09/2011	2,83%	1,46%	45	31/08/2011	0,46%	2,83%
46	02/09/2011	-2,77%	-2,75%	46	01/09/2011	-1,04%	0,24%
47	05/09/2011	-2,75%	-3,98%	47	02/09/2011	-2,23%	-4,00%
48	06/09/2011	2,88%	4,95%	48	06/09/2011	-0,90%	-0,83%
49	08/09/2011	1,78%	-0,70%	49	07/09/2011	2,44%	4,96%
50	12/09/2011	-0,17%	0,08%	50	08/09/2011	-1,05%	-4,85%
51	13/09/2011	-0,25%	-0,09%	51	09/09/2011	-2,73%	-3,12%
52	14/09/2011	1,33%	1,80%	52	12/09/2011	0,63%	-0,95%
53	15/09/2011	0,17%	-1,55%	53	13/09/2011	0,40%	-0,26%
54	16/09/2011	1,46%	0,16%	54	14/09/2011	1,26%	0,32%
55	19/09/2011	-0,19%	-0,94%	55	15/09/2011	1,64%	0,26%
56	20/09/2011	-1,28%	-2,43%	56	16/09/2011	0,66%	-2,05%
57	21/09/2011	-0,71%	-1,10%	57	19/09/2011	-0,94%	-3,75%
58	22/09/2011	-4,95%	-4,58%	58	20/09/2011	0,07%	-2,40%
59	23/09/2011	-0,09%	-0,74%	59	21/09/2011	-2,52%	-4,03%
60	26/09/2011	0,97%	1,84%	60	22/09/2011	-3,58%	-7,38%

61	27/09/2011	0,32%	0,05%	61	23/09/2011	0,35%	2,19%
62	28/09/2011	-1,21%	-1,07%	62	26/09/2011	2,50%	2,60%
63	29/09/2011	0,22%	-1,90%	63	27/09/2011	1,32%	1,46%
64	30/09/2011	-2,01%	-1,17%	64	28/09/2011	-1,62%	-3,00%
65	03/10/2011	-2,97%	0,30%	65	29/09/2011	1,29%	-1,78%
66	05/10/2011	0,65%	-1,68%	66	30/09/2011	-2,18%	-3,41%
67	06/10/2011	2,47%	4,54%	67	03/10/2011	-2,39%	-0,33%
68	07/10/2011	-2,02%	0,34%	68	04/10/2011	1,43%	2,05%
69	10/10/2011	3,88%	4,72%	69	05/10/2011	1,21%	-0,06%
70	11/10/2011	1,05%	0,24%	70	06/10/2011	1,66%	7,43%
71	13/10/2011	1,41%	3,39%	71	07/10/2011	-0,18%	0,80%
72	14/10/2011	0,78%	0,03%	72	10/10/2011	2,93%	4,83%
73	17/10/2011	-2,05%	-0,16%	73	11/10/2011	-0,15%	0,98%
74	18/10/2011	2,06%	1,08%	74	12/10/2011	0,89%	5,89%
75	19/10/2011	-0,12%	2,71%	75	13/10/2011	-0,35%	-2,16%
76	20/10/2011	-1,75%	-1,92%	76	14/10/2011	1,44%	1,28%
77	21/10/2011	2,28%	1,12%	77	17/10/2011	-2,15%	-2,64%
78	24/10/2011	2,92%	1,27%	78	18/10/2011	1,57%	1,92%
79	25/10/2011	-1,07%	-3,36%	79	19/10/2011	-0,63%	1,30%
80	26/10/2011	1,51%	3,10%	80	20/10/2011	0,32%	-1,89%
81	27/10/2011	3,65%	1,60%	81	21/10/2011	2,29%	1,36%
82	28/10/2011	0,41%	1,85%	82	24/10/2011	0,88%	2,62%
83	31/10/2011	-1,99%	-4,97%	83	25/10/2011	-1,75%	-4,50%
84	01/11/2011	-1,76%	-1,35%	84	26/10/2011	1,38%	3,17%
85	03/11/2011	1,51%	0,60%	85	27/10/2011	2,82%	4,81%
86	04/11/2011	0,81%	0,49%	86	28/10/2011	0,18%	1,83%
87	07/11/2011	0,90%	1,20%	87	31/10/2011	-2,28%	-4,54%
88	08/11/2011	-0,29%	-1,86%	88	01/11/2011	-2,52%	-4,06%
89	09/11/2011	-2,53%	-0,23%	89	02/11/2011	1,52%	3,62%
90	10/11/2011	-0,40%	-1,76%	90	03/11/2011	1,75%	-0,75%
91	11/11/2011	2,11%	0,60%	91	04/11/2011	-0,51%	-1,97%

**APÊNDICE B - Dados de Cálculo do Retorno Anormal (RA) e do Retorno Anormal Acumulado (RAA) para a Janela do Evento (-20 a +20)**  
**Fonte: Cotação de Fechamento PCAR4**

**Retorno Anormal**  
 $RA_{it} = R_{it} - (\alpha + \beta R_{mt})$

Data	Parâmetros de Estimação					RAA
	beta	0,000237	0,620	alfa		
	Rm(Ln) y	Ri(Ln) x		MM (y)	RA	
30/05/2011	-0,01191	-0,00532	-20	-0,00306	-0,00886	-0,00886
31/05/2011	-0,04483	0,01036	-19	0,006655	-0,05149	-0,06034
01/06/2011	-0,01438	-0,01889	-18	-0,01146	-0,00292	-0,06326
02/06/2011	0,062091	0,012646	-17	0,008071	0,05402	-0,00924
03/06/2011	-0,00592	0,001914	-16	0,001422	-0,00734	-0,01658
06/06/2011	-0,00611	-0,01998	-15	-0,01214	0,006038	-0,01054
07/06/2011	0,010508	0,002376	-14	0,001709	0,008799	-0,00174
08/06/2011	0,002421	-0,00293	-13	-0,00158	0,004	0,002259
09/06/2011	-0,00076	0,006893	-12	0,004507	-0,00526	-0,003
10/06/2011	0,010381	-0,01224	-11	-0,00734	0,017726	0,014722
13/06/2011	-0,02978	-0,01081	-10	-0,00646	-0,02332	-0,0086
14/06/2011	0,014847	0,00293	-9	0,002052	0,012795	0,0042
15/06/2011	0,008924	-0,00971	-8	-0,00578	0,014702	0,018901
16/06/2011	-0,01044	-0,01181	-7	-0,00708	-0,00337	0,015534
17/06/2011	0,000152	0,002936	-6	0,002056	-0,0019	0,01363
20/06/2011	0,001368	0,001767	-5	0,001332	3,67E-05	0,013667
21/06/2011	-0,00625	0,004176	-4	0,002824	-0,00907	0,004594
22/06/2011	0,008373	-0,00375	-3	-0,00209	0,010461	0,015055
24/06/2011	-0,01635	-0,0029	-2	-0,00156	-0,0148	0,000258
27/06/2011	-0,00062	0,003272	-1	0,002264	-0,00288	-0,00262
28/06/2011	0,119067	0,017585	0	0,011131	0,107937	0,105313
29/06/2011	-0,03129	0,000497	1	0,000545	-0,03183	0,073483
30/06/2011	0,016112	0,001122	2	0,000932	0,01518	0,088664
01/07/2011	0,011607	0,01574	3	0,009988	0,001619	0,090283
04/07/2011	-0,01244	0,007809	4	0,005075	-0,01752	0,072767
05/07/2011	-0,01952	-0,01342	5	-0,00808	-0,01144	0,061322
06/07/2011	-0,01847	-0,00755	6	-0,00444	-0,01403	0,047294
07/07/2011	-0,01309	-0,00574	7	-0,00332	-0,00977	0,037523
08/07/2011	-0,00764	-0,01122	8	-0,00671	-0,00093	0,036595
11/07/2011	-0,02494	-0,02118	9	-0,01288	-0,01206	0,024534
12/07/2011	-0,01986	-0,00866	10	-0,00513	-0,01473	0,009802
13/07/2011	0,004618	0,016034	11	0,01017	-0,00555	0,00425
14/07/2011	0,025621	-0,01647	12	-0,00997	0,035587	0,039837
15/07/2011	0,002691	-0,00337	13	-0,00185	0,004544	0,044381



18/07/2011	-0,02219	-0,01082	14	-0,00647	-0,01572	0,028658
19/07/2011	-0,01383	0,004138	15	0,002801	-0,01663	0,012026
20/07/2011	0,004478	0,000643	16	0,000635	0,003843	0,015869
21/07/2011	0,022846	0,019149	17	0,0121	0,010746	0,026615
22/07/2011	-0,00968	0,000116	18	0,000309	-0,00999	0,016622
25/07/2011	0,005307	-0,00497	19	-0,00284	0,008152	0,024774
26/07/2011	-0,01832	-0,01058	20	-0,00632	-0,012	0,012775

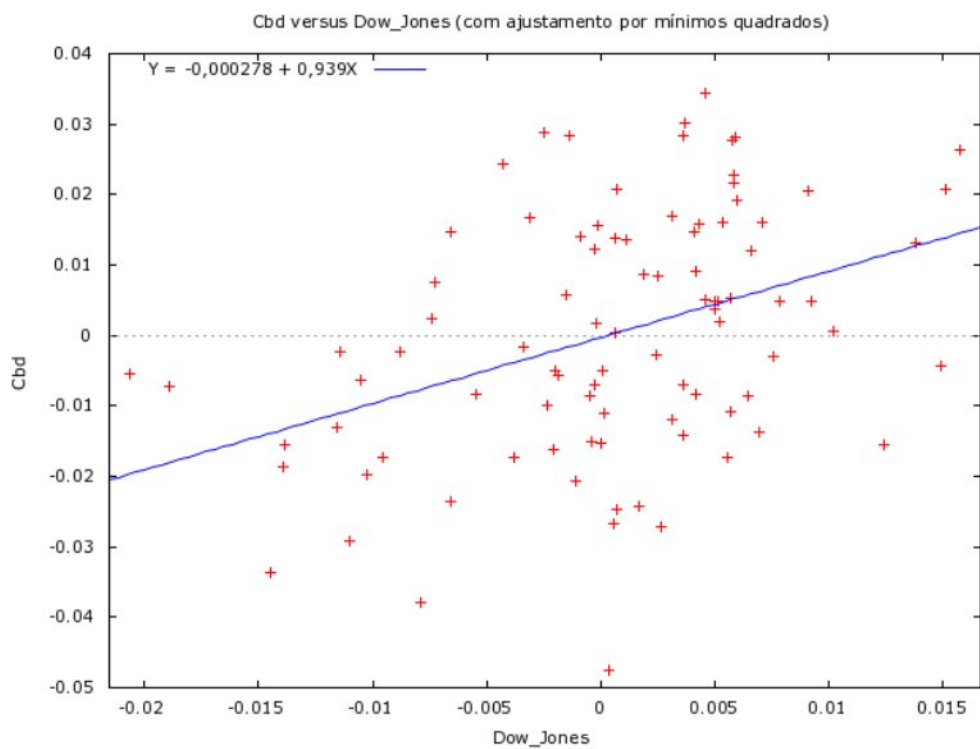
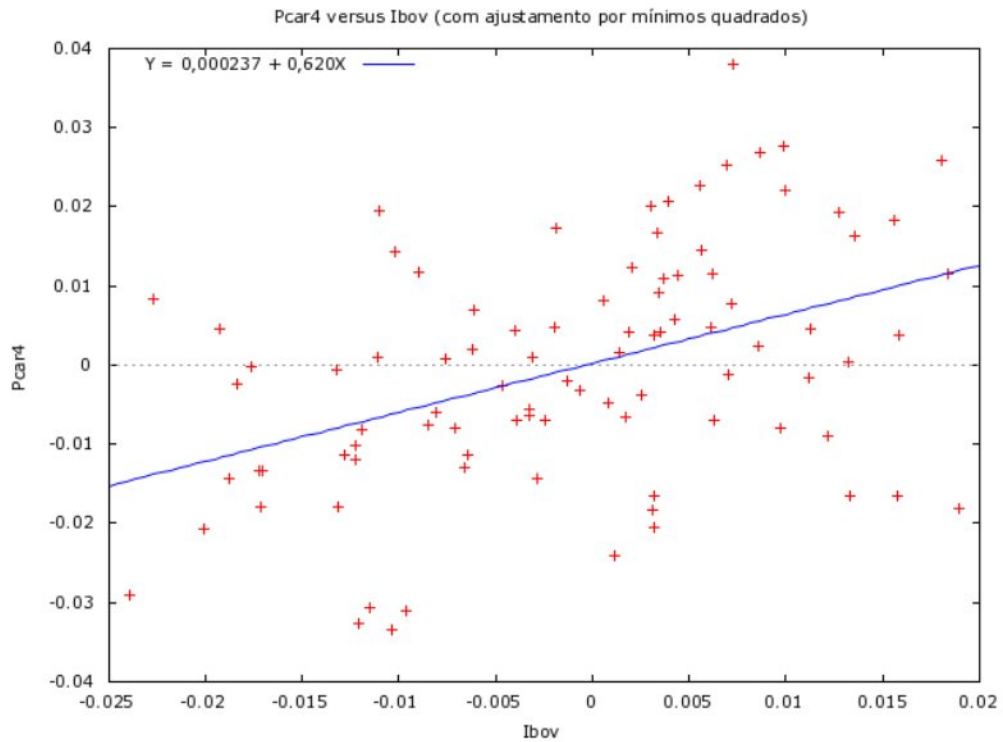
**APÊNDICE C - Dados de Cálculo do Retorno Anormal (RA) e do Retorno Anormal Acumula (RAA) para a Janela do Evento (-20 a +20)**

**Fonte: Cotação de Fechamento CBD**

<b>Retorno Anormal</b>						
$RA_{it} = R_{it} - (\alpha + \beta R_{mt})$		<b>Parâmetros de Estimação</b>				
		<b>beta</b>	<b>-0,000278</b>	<b>0,939</b>	<b>alfa</b>	
<b>Data</b>	<b>Rm(Ln) y</b>	<b>Ri(Ln) x</b>	<b>MM (y)</b>	<b>RA</b>	<b>RAA</b>	
31/05/2011	-0,02813	0,010252227	-20	0,009352	-0,03748	-0,03748
01/06/2011	-0,02512	-0,022499001	-19	-0,02141	-0,00371	-0,04119
02/06/2011	0,072599	-0,003389752	-18	-0,00346	0,07606	0,034867
03/06/2011	0,001891	-0,007974695	-17	-0,00777	0,009658	0,044526
06/06/2011	-0,00118	-0,005057512	-16	-0,00503	0,003846	0,048372
07/06/2011	-0,00474	-0,001585215	-15	-0,00177	-0,00297	0,045399
08/06/2011	0,005685	-0,001813452	-14	-0,00198	0,007665	0,053065
09/06/2011	0,005887	0,006239963	-13	0,005583	0,000304	0,053369
10/06/2011	-0,00683	-0,014325554	-12	-0,01373	0,0069	0,060269
13/06/2011	-0,02054	8,86848E-05	-11	-0,00019	-0,02035	0,039923
14/06/2011	0,011516	0,010249338	-10	0,009349	0,002168	0,04209
15/06/2011	0,008551	-0,014920159	-9	-0,01429	0,022842	0,064932
16/06/2011	-0,02345	0,005385869	-8	0,004781	-0,02823	0,0367
17/06/2011	0,015139	0,003575086	-7	0,00308	0,012059	0,048758
20/06/2011	-0,00311	0,006312732	-6	0,005651	-0,00876	0,040002
21/06/2011	-0,00216	0,009034115	-5	0,008207	-0,01036	0,029639
22/06/2011	0,008356	-0,006612457	-4	-0,00649	0,014844	0,044483
23/06/2011	-0,00884	-0,004939647	-3	-0,00492	-0,00392	0,040564
24/06/2011	-0,0094	-0,009624591	-2	-0,00932	-8,2E-05	0,040483
27/06/2011	-0,00485	0,009090009	-1	0,00826	-0,01311	0,027368
28/06/2011	0,147665	0,011978395	0	0,010973	0,136692	0,16406
29/06/2011	-0,03808	0,005949275	1	0,00531	-0,04339	0,120671
30/06/2011	0,016007	0,012394508	2	0,011364	0,004644	0,125314
01/07/2011	0,009398	0,013476162	3	0,01238	-0,00298	0,122332
05/07/2011	-0,02978	-0,001025737	4	-0,00124	-0,02853	0,093798
06/07/2011	-0,02416	0,004457084	5	0,003909	-0,02807	0,065727

07/07/2011	-0,00427	0,007375699	6	0,00665	-0,01092	0,054805
08/07/2011	-0,00996	-0,00490924	7	-0,00489	-0,00508	0,04973
11/07/2011	-0,03615	-0,012036885	8	-0,01158	-0,02457	0,025164
12/07/2011	-0,0157	-0,004719349	9	-0,00471	-0,01099	0,014179
13/07/2011	0,016404	0,00358723	10	0,003092	0,013312	0,02749
14/07/2011	0,007517	-0,00437167	11	-0,00438	0,011901	0,039391
15/07/2011	0,007461	0,003420179	12	0,002935	0,004526	0,043917
18/07/2011	-0,02065	-0,007606746	13	-0,00742	-0,01323	0,030686
19/07/2011	-0,00833	0,016198921	14	0,014937	-0,02327	0,007415
20/07/2011	0,008809	-0,001232942	15	-0,00144	0,010244	0,017659
21/07/2011	0,011547	0,012057236	16	0,011047	0,0005	0,018159
22/07/2011	0,009561	-0,003404768	17	-0,00348	0,013036	0,031195
25/07/2011	0,001855	-0,006992205	18	-0,00684	0,0087	0,039895
26/07/2011	-0,01353	-0,007292583	19	-0,00713	-0,0064	0,033496
27/07/2011	-0,02979	-0,016026081	20	-0,01533	-0,01446	0,019036

**APÊNDICE D – Resultado das Regressões para a Janela de Estimação (91 dias)**  
**Fonte: Dados da Pesquisa - Gretl**



**Modelo 1: Estimativas OLS usando as 91 observações 1-91**  
**Variável dependente: PCAR4**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	estatística-t	p-valor	***
Ibov	0,617298	0,135956	4,5404	0,00002	***
<p>Média da variável dependente = -0,000396349  Desvio padrão da variável dependente = 0,0150416  Soma dos resíduos quadrados = 0,0165791  Erro padrão dos resíduos = 0,0135725  R<sup>2</sup> não-ajustado = 0,186372  R<sup>2</sup> ajustado = 0,186372  Estatística-F (1, 90) = 20,6156 (p-valor = 1,73e-005)  Estatística de Durbin-Watson = 1,98836  Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,00467865  Logaritmo da verossimilhança = 262,653  Critério de informação de Akaike = -523,306  Critério Bayesiano de Schwarz = -520,795  Critério de Hannan-Quinn = -522,293</p>					
<p>Teste de Chow para a falha estrutural na observação 46 -  Hipótese nula: sem falha estrutural  Estatística de teste: F(1, 89) = 0,281389  com p-valor = P(F(1, 89) &gt; 0,281389) = 0,597113</p>					
<p>Teste da normalidade dos resíduos -  Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal  Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 0,444193  com p-valor = 0,800838</p>					
<p>Teste de White para a heterosquedacidade -  Hipótese nula: sem heterosquedacidade  Estatística de teste: TR<sup>2</sup> = 23,3685  com p-valor = P(Chi-Square(1) &gt; 23,3685) = 1,33748e-006</p>					

**Modelo 2: Estimativas OLS usando as 91 observações 1-91**  
**Variável dependente: CBD**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	estatística-t	p-valor	***
Dow_Jones	0,936318	0,233159	4,0158	0,00012	***
<p>Média da variável dependente = 0,000235756  Desvio padrão da variável dependente = 0,0174513  Soma dos resíduos quadrados = 0,0232487  Erro padrão dos resíduos = 0,0160723  R<sup>2</sup> não-ajustado = 0,151956  R<sup>2</sup> ajustado = 0,151956  Estatística-F (1, 90) = 16,1266 (p-valor = 0,000123)  Estatística de Durbin-Watson = 2,00329  Coeficiente de autocorrelação de primeira-ordem = -0,0143641  Logaritmo da verossimilhança = 247,269  Critério de informação de Akaike = -492,538  Critério Bayesiano de Schwarz = -490,028  Critério de Hannan-Quinn = -491,525</p>					
<p>Teste de Chow para a falha estrutural na observação 46 -  Hipótese nula: sem falha estrutural  Estatística de teste: F(1, 89) = 0,107294  com p-valor = P(F(1, 89) &gt; 0,107294) = 0,744015</p>					
<p>Teste da normalidade dos resíduos -  Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal  Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 0,831242  com p-valor = 0,65993</p>					
<p>Teste de White para a heterosquedacidade -  Hipótese nula: sem heterosquedacidade  Estatística de teste: TR<sup>2</sup> = 6,2506  com p-valor = P(Chi-Square(1) &gt; 6,2506) = 0,0124151</p>					