

---

# IMPACTO DA ADESÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA NO RISCO DE COMPANHIAS REGULADAS

---

## IMPACT OF ADHERENCE TO BM&FBOVESPA DIFFERENTIATED LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE AT THE RISK OF REGULATED COMPANIES

---

### **Ricardo Adriano Antonelli**

Doutor em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)

Professor da UTFPR – Campus Pato Branco/PR

Endereço: Campus Pato Branco, Via do Conhecimento, Km 1 CEP 85503-390 - Pato Branco - PR - Brasil

Telefone: (46) 3220-2527

E-mail: [rantonelli@utfpr.edu.br](mailto:rantonelli@utfpr.edu.br)

### **Henrique Portulhak**

Doutor em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR)

Professor da Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Setor de Ciências Sociais Aplicadas - Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico – Curitiba/PR, CEP 80210-170

Telefone: (41) 3360-4398

E-mail: [henrique.portulhak@ufpr.br](mailto:henrique.portulhak@ufpr.br)

Recebido: 05/04/2018    Aprovado: 20/08/2018

Publicado: 30/08/2018

### **Luciano Marcio Scherer**

Doutor em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo (USP)

Professor da Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Setor de Ciências Sociais Aplicadas - Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico – Curitiba/PR, CEP 80210-170

Telefone: (41) 3360-4414

E-mail: [lbscherer@ufpr.br](mailto:lbscherer@ufpr.br)

### **Ademir Clemente**

Doutor pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (COPPE/UFRJ)

Professor da Universidade Federal do Paraná - UFPR

Endereço: Setor de Ciências Sociais Aplicadas - Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632 – Jardim Botânico – Curitiba/PR, CEP 80210-170

Telefone: (41) 3360-4413

E-mail: [ademir@ufpr.br](mailto:ademir@ufpr.br)

---

## RESUMO

A adesão a um Nível Diferenciado de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBovespa incentiva as empresas a expandir a evidenciação de informações a usuários externos à organização, diminuindo a percepção de risco do investidor. Da mesma forma, companhias pertencentes a setores regulados possuem a incumbência de ampliar o volume de informações divulgadas para atendimento de normatizações específicas. Nesse sentido, a investigação verificou se as ações de companhias reguladas negociadas na BM&FBovespa apresentam um comportamento diferente no risco percebido na adesão a um NDGC. Foram consideradas 81 companhias que aderiram a um dos NDGC no período entre dezembro de 2000 e abril de 2015 e utilizou-se o Modelo Estatístico de Mercado para estimação do risco das ações e a existência de agência reguladora, legislação específica ou plano de contas normatizado para determinação de companhias reguladas, com o emprego do teste T para amostras pareadas. Os resultados obtidos indicaram diferença estatisticamente significativa entre o risco das ações de companhias reguladas e companhias não reguladas após a adesão a um NDGC, entretanto notou-se que, diferentemente do esperado, para companhias não reguladas não foi possível afirmar que há diferença significativa no risco das ações após a adesão ao NDGC, enquanto para companhias reguladas verificou-se diferença significativa do risco após a adesão ao NDGC,

no sentido de redução do risco. Os resultados obtidos possam contribuir para esclarecer a relação empírica entre adesão aos NDGC e o risco ou retorno das ações.

**Palavras-chave:** Risco. Modelo de Mercado. Regulação. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

## **ABSTRACT**

---

*The adherence to a BM&FBovespa Differentiated Level of Corporate Governance (DLCG) encourages companies to expand disclosure to users outside the organization, reducing investor risk perception. Similarly, companies that belong to regulated industries have the incumbency of increasing the amount of information disclosed to meet specific norms. In this sense, this research verified whether regulated company stocks traded on BM&FBovespa behave differently in the perceived risk in adherence to a DLCG. It was considered 81 companies that joined to one of DLCG in the period between December 2000 and April 2015, using the Market Statistical Model to estimate the risk of shares and the existence of regulatory agency, specific legislation or standardized chart of accounts for determination of regulated companies, and the T test for paired samples. Results indicated statistically significant difference between the risk of regulated companies shares and not regulated companies after joining a DLCG. However, it was noted that, unlike expected, to unregulated companies could not claim that there is a significant difference in the risk of actions after joining the DLCG as for regulated companies there was a significant difference in risk after joining the DLCG, in form of risk reduction. The results may help to clarify the empirical relationship between adherence to DLCG and risk and return of shares.*

**Keywords:** Risk; Market Model; Regulation; Levels of Corporate Governance.

## **1 INTRODUÇÃO**

As mudanças ocorridas na dinâmica capitalista de forma global, que submeteu o mercado brasileiro a partir da década de 1990 a uma forte pressão competitiva com a abertura de suas operações ao exterior, conduziram as empresas nacionais a tomarem ações visando a obtenção de fundos por meio da atração de novos investidores. Esse cenário, aliado ao clima de desconfiança na credibilidade com ações negociadas em bolsas de valores após os diversos escândalos financeiros ocorridos a partir do ano 2000, dificultou o acesso a recursos por meio do mercado acionário, aumentando o incentivo para que empresas adotassem mecanismos de governança corporativa (RODRIGUES et al., 2015).

Tal encaminhamento pode ser explicado inicialmente pela Teoria Institucional, que considera que, ao adotarem mecanismos de governança, firmas buscam garantir junto a seus *stakeholders* que obrigações contratuais firmadas entre os atores serão devidamente cumpridas (WILLIAMSON, 1979). Em específico, de acordo com a Teoria de Finanças, a governança corporativa é um mecanismo pelo qual entidades incutem regras em seu processo decisório que tenham como objetivo minimizar conflitos de agência (CARVALHO, 2002), garantindo, dessa forma, que os fornecedores de recursos financeiros obtenham retorno adequado de seu investimento, visto a existência de separação entre financiamento e gerenciamento das entidades (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Há de se ressaltar, retomando o contexto apresentado, que a governança corporativa representa um conjunto de procedimentos que os gestores seguem muitas vezes por exigência dos investidores, para que estes tenham condições de reduzir uma má alocação de recursos da organização resultante da assimetria de informação entre gestores e financiadores. Portanto, espera-se que uma melhor governança corporativa de uma companhia motive uma maior disponibilização de recursos de investidores nela (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Como explica Silveira (2004), empresas com boa governança corporativa apresentam maior demanda por suas ações, o que acaba reduzindo o custo de capital próprio e de terceiros, resultando em aumento do valor da empresa e maior competitividade.

Nesse sentido, estudos empíricos realizados em diversos países (como Estados Unidos, Índia, Coreia do Sul, Bulgária e República Tcheca) indicaram uma relação positiva entre práticas de governança corporativa e desempenho, taxas de retorno ou valorização das ações, confirmando a importância desses mecanismos (BRUNO; CLAESSENS, 2010).

Em mercados semelhantes ao Brasil, onde o principal conflito de agência ocorre colocando em lados opostos os acionistas majoritários e os acionistas minoritários, problema que é incrementado pela fraca estrutura de proteção legal para acionistas e credores (LA PORTA et al., 1998; CARVALHO, 2002), a importância dos mecanismos de governança corporativa se acentua (BRUNO; CLAESSENS, 2010; ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013).

Nesse contexto surgem os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) que, inspirados no modelo alemão (*Neuer Markt*), possuem como objetivo estimular companhias listadas na BM&FBovespa a adotarem boas práticas de governança corporativa, visando, dentre outros objetivos, aumentar a credibilidade das empresas e do mercado acionário brasileiro. Estes segmentos especiais de listagem de companhias - Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais - possuem como base um código de boas práticas de governança corporativa, sendo que a adesão a cada nível ocorre de forma voluntária pelas companhias diante do atendimento de determinadas regras presentes em cada segmento (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006; BM&FBovespa, 2016).

Esse código, elaborado com base nas principais fraquezas no mercado acionário brasileiro (ROSSONI; MACHADO-DA-SILVA, 2013), pode ser considerado uma *proxy* de boas práticas de governança corporativa, representando um aumento na formalização de práticas, porém não representando todas as práticas de governança corporativa (RAFFAELLI et al., 2015). De qualquer forma, como explicam Rossoni e Machado-da-Silva (2013), a participação de empresas em listagens diferenciadas, como os NDGC, lhes confere um *status* diferenciado e, por conseguinte, é capaz de aumentar a legitimidade destas diante de seu público-alvo e da sociedade em geral, impulsionando a sua possibilidade de sobrevivência e de levantamento de recursos.

Estudos empíricos buscaram verificar se os NDGC têm favorecido companhias que optem por ingressar nestes segmentos. Com relação ao desempenho, investigações vêm apresentando resultados divergentes: enquanto alguns estudos encontraram evidências de que o ingresso para um NDGC acarreta em melhoria do desempenho da companhia ou na valorização de seus instrumentos patrimoniais (COLOMBO; GALLI, 2012; CATAPAN; COLAUTO, 2014), outros estudos não identificaram a ocorrência de retornos anormais ou extraordinários em favor de companhias que ingressaram em um NDGC (BATISTELLA et al., 2004; CAMARGOS; BARBOSA, 2010).

Já pela ótica do risco, a investigação de Silva, Nardi e Pimenta (2012) indicou que existe diferença significativa do risco percebido de empresas que aderiram aos NDGC em comparação a empresas que não aderiram a um dos segmentos, entretanto não apontando o sentido dessa variação. Por sua vez, o estudo de Clemente et al. (2014) sugere que a adesão ou migração para um NDGC reduz o risco das ações das companhias na BM&FBovespa.

Um dos importantes pilares de governança corporativa, que também estão presentes nos elementos constituintes dos NDGC é o *disclosure*. Esse pilar, ao sustentar a importância do fornecimento de informações de forma transparente a investidores e credores, é capaz de diminuir a percepção de risco do investidor em um processo de tomada de decisão sobre concessão de recursos a uma determinada companhia, elevando dessa forma o valor de suas ações (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; SILVA; NARDI; PIMENTA, 2012).

O fornecimento de informações adicionais sobre o desempenho da empresa, como incentivado pela governança corporativa, possibilita ao investidor o monitoramento da gestão da empresa (BRUNO; CLAESSENS, 2010). Da mesma forma, empresas pertencentes a setores regulados, por atuarem sob a égide da regulamentação pública, são impactadas em seu processo de prestação de contas e em seus procedimentos contábeis, já que devem atender normatizações específicas que levam ao aumento na

divulgação de informações para diversas partes interessadas em suas operações (BARBOSA; DIAS; MÁRIO, 2011; SANTOS et al., 2012).

Levando em consideração que companhias sujeitas à regulação estatal possuem a incumbência de realizarem divulgação de informações além do que é solicitado para as demais companhias, o que também ocorre para companhias que aderem a um NDGC, pode-se esperar que a adesão de uma companhia regulada a um NDGC cause menor impacto no *disclosure* do que em comparação ao que pode ocorrer com uma companhia não regulada e, em consequência, diferentes reações do mercado quanto ao risco percebido. Dessa forma, a presente investigação busca responder a seguinte questão: **empresas reguladas apresentam risco diferente das empresas não reguladas após a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa?**

Este estudo, portanto, possui como objetivo verificar se as ações de companhias reguladas que negociam suas ações na BM&FBovespa apresentam um comportamento diferente no risco percebido de seus papéis na ocasião de adesão a um NDGC em comparação ao comportamento das ações de empresas não reguladas na ocasião da adesão a um NDGC.

A investigação justifica-se, em um primeiro momento, por sua importância teórica. Além do fato do ineditismo de estudos que envolvam as variáveis mencionadas na questão de pesquisa, menciona-se que estudos realizados sobre os efeitos da adoção de práticas de governança corporativa sobre o risco das ações não apresentam resultados convergentes (CLEMENTE et al., 2014), sendo a relação destas variáveis ainda um tema de estudos recentes na área (ex. ZONATTO; SOUSA; FERNANDES, 2015; BESSARIA; SILVA, 2017; ESPEJO; CLEMENTE, 2017). Dessa forma, o presente estudo, ao considerar características distintivas das companhias reguladas, pode contribuir para mitigar as controvérsias empíricas sobre o tema.

Leva-se também em conta a importância social de estudos que tratem sobre práticas de governança corporativa. Como afirma o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a adoção de boas práticas de governança corporativas por companhias é capaz de contribuir com a sociedade à medida que a facilitação de acesso a recursos gerada por essas práticas colabora para a continuidade dessas organizações (IBGC, 2016). Ainda, o estudo pode contribuir para a tomada de decisão de gestores na decisão de realizar a adesão para os NDGC da BM&FBovespa, tomando como base impactos positivos ou negativos de eventos já ocorridos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A teoria da divulgação voluntária considera que a ampliação na divulgação de informações por parte de empresas é capaz de proporcionar benefícios econômicos e institucionais a estas, influenciando no comportamento de provedores de recursos na escolha de investimentos e na imagem da organização diante do mercado e da sociedade (VERRECCHIA, 2001), além de afetar a percepção dos agentes envolvidos em relação ao risco que a empresa oferece (CRUZ; LIMA, 2010).

Costa, Leal e Ponte (2017) indicam que o risco é um elemento inevitável de qualquer empreendimento, de modo que, Santos e Silva (2009) apontam que o risco está sempre associado à possibilidade de perda, de modo que, quando mais valioso um bem e maior sua possibilidade de perda, seu risco é maior. Logo, para os autores, aqueles ativos que possuem maiores possibilidades de prejuízo são vistos como mais arriscados que aqueles com menor probabilidade de perda. Assim, quanto mais certo for o retorno de um ativo, ou seja, quando se tem uma maior quantidade de informações e transparência sobre um determinado ativo, a fim de promover sua previsibilidade de retorno, menor será sua variabilidade e, com isso, menor o seu risco.

Neste sentido, a teoria de divulgação busca explicar a atenuação do risco envolvido para a empresa que divulga suas informações de forma voluntária. Tão logo, tal teoria é um componente importante da governança corporativa. Como afirmam Malacrida e Yamamoto (2006), a governança

corporativa se baseia em princípios como transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, visando dirimir os conflitos entre proprietários, gestores e demais interessados na entidade decorrente da separação entre administradores e proprietários.

Da mesma forma, conforme observam Andrade e Rossetti (2004), a governança corporativa fundamenta-se em quatro elementos: (i) *fairness*: tratamento justo aos acionistas, garantindo retorno de acordo com os recursos investidos; (ii) *accountability*: realização de prestação de contas responsável; (iii) *compliance*: conformidade no atendimento de normas e regras às quais a empresa está sujeita; (iv) *disclosure*: fornecimento de informações de forma transparente sobre o desempenho, a situação financeira e sobre os riscos envolvidos no negócio.

Dessa forma, observa-se que não apenas a ampliação na divulgação de informações de uma empresa é favorecida com a governança corporativa, mas também a qualidade da informação divulgada. Como afirmam Bushman e Smith (2001), a informação contábil preparada para os usuários externos também é beneficiada por estar sendo preparada sob mecanismos de governança corporativa que promovem uma gestão eficiente da organização.

Outros fatores também podem influenciar nas práticas contábeis de elaboração e de divulgação de informações. Um destes fatores é a regulação (WATTS, 2003; SARLO, 2004; COSTA et al., 2009). Como afirma Sarlo (2004), órgãos reguladores podem emitir normas específicas que influenciem a divulgação de informações de empresas de determinado setor econômico, com o intuito de criar condições que favoreçam suas análises e avaliações.

Em consequência, tais normas também trazem impactos no comportamento das empresas com relação às suas práticas contábeis. Como afirmam Watts (2003) e Costa et al. (2009), empresas submetidas a legislações e normatizações específicas são conduzidas a gerar demonstrações contábeis mais conservadoras. Watts e Zimmerman (1979) explicam que a intervenção regulatória governamental no conteúdo das demonstrações contábeis conduz os administradores a escolhas contábeis que minimizem a possibilidade de novas intervenções regulatórias, visando redução de custos ou aumento de benefícios privados.

Ressalta-se que a regulação é um papel atribuível à Administração Pública, que deve dirimir possíveis conflitos de interesse entre diversas partes e até mesmo entre essas partes e o Estado. Dessa forma, a regulação se faz uma importante ferramenta para normatizar a atividade econômica e garantir um ambiente competitivo, especialmente quando da existência de condutas anticompetitivas e monopólios (GROTTL, 2006).

Ademais, a regulação possibilita que os gestores públicos criem em mercados onde existam monopólios ou oligopólios naturais um ambiente semelhante ao de um mercado com concorrência. Dessa forma, a regulação impulsiona o aumento de qualidade e de eficiência nos serviços prestados por empresas reguladas, impactando nos valores a serem cobrados dos consumidores finais (KESSLER, 2005).

A regulação, portanto, pode ser entendida como uma ação do Estado que busca limitar o grau de liberdade dos agentes econômicos em seu processo de tomada de decisão, que tem como finalidade garantir a existência de condições de competição, preservando ou estimulando a formação de um ambiente competitivo, induzindo a uma maior eficiência econômica (KUPFER; HASENCLEVER, 2002).

Como é possível depreender, a regulação possui como condição necessária as falhas de mercado (PINHO; VASCONCELOS, 2003). Como afirmam Farina, Azevedo e Saes (1997), faz-se necessária a intervenção do Estado quando, em um sistema de transações impessoais de mercado mediado apenas por preços, ocorre uma falha no objetivo de proporcionar uma alocação eficiente de recursos.

De acordo com Farina, Azevedo e Saes (1997), são diversas as falhas de mercado que podem exigir do Estado um esforço de regulação, sendo essa regulamentação realizada também de diversas formas: (i) a regulação social, que é aplicada na existência de externalidades positivas ou negativas, de

informação assimétrica ou imperfeita ou de envolvimento de bens públicos; (ii) a regulamentação econômica, exigida na existência de monopólio natural; (iii) as políticas antitruste, aplicadas quando da existência de estruturas oligárquicas; e (iv) a política industrial, utilizada quando há falhas decorrentes das dimensões temporais das decisões econômicas.

Muitas dessas falhas de mercado ocorrem justamente no oferecimento de serviços considerados como de “utilidade pública” (água, energia elétrica e comunicações). Neles, a necessidade de altos investimentos de capital para sua operacionalização pode conduzir ao surgimento de monopólios ou oligopólios, o que pode resultar em imposição de custos abusivos aos consumidores para a utilização de serviços considerados essenciais. Dessa forma, a regulação torna-se importante para que sejam evitados preços abusivos e para que seja garantida a manutenção desses serviços (SANTOS et al., 2012).

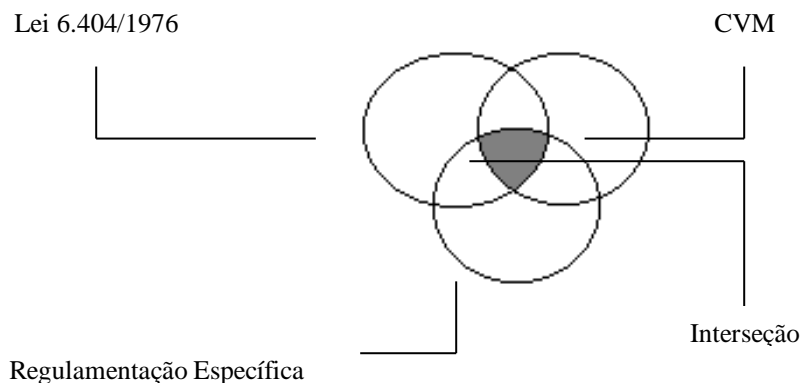
De acordo com Matarazzo (2010), a regulamentação no Brasil ocorre especialmente sobre estas empresas, consideradas de interesse nacional, e sobre estas são exigidos determinados níveis de investimento e de desempenho, sendo que o acompanhamento ocorre, dentre diversas fontes, por meio das divulgações financeiras realizadas pelas empresas reguladas.

Dessa forma, a regulação é exercida pelo Estado brasileiro principalmente por meio das agências reguladoras, órgãos da Administração que possuem como função regular sobre determinada matéria, dotadas de autonomia e especialização, o que visa mitigar possíveis influências políticas e ideológicas em suas atividades. Dentre as quais, podem ser destacadas a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), Agência Nacional do Petróleo (ANP), Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e a Agência Nacional de Águas (ANA) (GROTTL, 2006).

Essas agências reguladoras surgiram em um momento de reforma econômica, na qual teve parte a flexibilização dos monopólios estatais. As agências reguladoras, além de fiscalizarem a prestação de serviços realizada pelos agentes responsáveis por determinada atividade regulada e sua qualidade, também possuem a prerrogativa de estabelecer regras para os setores aos quais se dedicam (BARROSO, 2005).

Como afirmam Costa et al. (2009), a regulação faz-se uma característica importante também para a contabilidade brasileira, já que companhias que estão sujeitas a regulamentações advindas de agências reguladoras devem seguir tais normatizações além do que é aplicável para as demais empresas, como a Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976) e normatizações emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A Figura 1 pode representar a influência da regulação nessas companhias.

Figura 1 - Exigências regulamentares a serem cumpridas por companhias reguladas que negociam suas ações na BM&FBovespa



FONTE: Sarlo, Lopes e Ross, 2002.

Levando em consideração os impactos da regulação em companhias que negociam suas ações na BM&FBovespa, conforme ilustrado na Figura 1, diversos estudos foram realizados, tendo como enfoque elementos como o preço da ação, as práticas contábeis e o desempenho.

O estudo de Sarlo, Lopes e Ross (2002) buscou evidências sobre a influência da regulamentação na relação entre lucros contábeis e variação do preço das ações de companhias dos setores elétrico e financeiro que negociam na Bovespa. Com os testes realizados, não foram encontradas evidências de que a regulamentação exerce influência na referida relação.

Na sequência, Cardoso (2005) buscou identificar os impactos da regulação econômica (acompanhamento da situação econômico-financeira) nas escolhas contábeis realizadas por operadoras de planos de saúde, que sofrem a influência da ANS. As evidências obtidas nessa investigação indicam que as operadoras de planos de saúde escolhem práticas contábeis que ajudam a empresa a atender os requisitos econômico-financeiros exigidos pela ANS.

Costa et al. (2009) investigaram se a regulação afeta o nível de conservadorismo contábil de empresas listadas na BM&FBovespa. Com a realização de testes utilizando dados em painel, os resultados da pesquisa não foram capazes de validar a hipótese de que a regulação pudesse aumentar o conservadorismo.

Já o estudo de Barbosa, Dias e Mário (2011) buscou verificar se a criação da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) impactou o preço das ações das companhias que possuem suas ações negociadas na BM&FBovespa. Os resultados da pesquisa sugerem que a criação da ANAC influenciou negativamente o preço das ações dessas companhias, especialmente das empresas TAM e VARIG.

Na mesma linha dos estudos anteriores, juntamente com a regulação de mercado, pesquisas também têm buscado melhor entender os reflexos dos NDGC da BM&FBovespa, em especial, com relação ao retorno das ações. Para Carvalho (2002, p. 27-28) os NDGC “funcionam como um selo de qualidade, cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra seus contratos.”

O mesmo autor cita que, no processo de criação dos NDGC, estabeleceu-se, inicialmente, o segmento intitulado Novo Mercado, porém como suas regras estabelecidas eram excessivamente restritivas e que poucas empresas teriam condições de satisfazê-las, posteriormente foram criados dois novos níveis de governança corporativa, denominados Nível 1 e Nível 2. Por último, no ano de 2005, a BM&FBovespa criou o segmento Bovespa Mais, específico para pequenas e médias empresas que desejam acessar o mercado de capitais de forma gradual (BM&FBovespa, 2017).

Diante do exposto, a relação entre o tema regulação e NDGC foi pesquisada por Santos *et al.* (2012), que investigaram se companhias listadas em NDGC da BM&FBovespa e que pertencem a setores regulados (água, energia elétrica, telefonia fixa e telefonia móvel) apresentam níveis de gerenciamento de resultados diferentes daquelas companhias reguladas que não fazem parte de qualquer segmento especial de listagem. Os resultados da pesquisa, na qual se utilizou o método KS para o cálculo de gerenciamento de resultados, não apontaram diferenças significantes no nível de gerenciamento de resultados entre os dois grupos analisados.

Por fim, o estudo de Rodrigues et al. (2015) buscou avaliar se empresas submetidas a uma determinada estrutura de regulação, no caso companhias pertencentes ao setor energético, apresentaram desempenho superior após a adesão aos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa. A análise empreendida nessa investigação não identificou diferenças significantes entre o desempenho dessas empresas reguladas antes e depois da adesão aos NDGC.

Diante do exposto e levando em consideração especialmente a plataforma teórica desenvolvida para a investigação, enuncia-se a hipótese de pesquisa originada da questão de pesquisa: ações de companhias reguladas que negociam na BM&FBovespa apresentam um comportamento de redução de risco diferente de companhias que não estão sujeitas a regulação no evento de adesão aos NDGC.

### 3 METODOLOGIA

A presente pesquisa é composta por uma análise quantitativa, na qual se utilizou de métodos estatísticos para a fim de comprovar que as agências de regulação têm influência no risco de empresas que aderem os NDGC da BM&FBovespa. Os dados utilizados são secundários, oriundos do mercado de capitais brasileiro, os quais foram obtidos na base de dados *Bloomberg*® e no *site* da própria BM&FBovespa.

A fim de estimar o risco das ações das empresas que realizaram o evento de adesão aos NDGC, optou-se pelo Modelo Estatístico de Mercado, com o uso do Índice Bovespa (Ibovespa), o qual representa a carteira de mercado. A escolha de tal índice foi motivada pela citação da BM&FBovespa (2016), ao afirmar que tal índice “representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas, e o perfil das negociações à vista observadas nos pregões da Bovespa”. Adicionalmente, a BM&FBovespa indica que a finalidade básica do Ibovespa é “[...] de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na Bovespa”.

Cabe destacar que a escolha do Modelo de Mercado se justifica por ser amplamente utilizado, além de ser mais indicado que o CAPM, pois reduz a potencial sensibilidade apresentada pelo CAPM a um baixo custo (MACKINLAY, 1997).

Portanto, com o uso do Modelo de Mercado e do Ibovespa representando a carteira de mercado, esta pesquisa buscou investigar a influência das agências de regulação na diminuição do risco das ações das empresas listadas na BM&FBovespa, após terem aderido aos NDGC.

A população pesquisada compreende todas as empresas listadas na BM&FBovespa que aderiram aos NDGC no período de dezembro de 2000 a abril de 2015. Para isso, consultou-se os Boletins Diários de Informações (BDIs) divulgados pela BM&FBovespa em seu próprio *site*, a fim de verificar quantas empresas aderiram a algum NDGC e em que datas. Obteve-se um total de 93 adesões ocorridas no período de dezembro de 2000 a abril de 2015.

Após o levantamento da relação das empresas a serem consideradas na amostra, foi consultada a base de dados *Bloomberg* para coleta das cotações dos papéis de cada empresa, considerando até 150 pregões anteriores à data de adesão e 150 pregões após. Cabe destacar algumas considerações que foram consideradas a respeito da amostra:

- IPO (*Initial Public Offerings*), deslistagem, cisão e fusão foram desconsideradas;
- Foi avaliada a liquidez diária das ações e o número de pregões antes e depois da data de adesão de cada empresa, de modo que algumas empresas foram retiradas da amostra em situações em que ela esteve ausente por mais de 20 pregões consecutivos ou apresentou poucas cotações;
- Foram consideradas indistintamente ações preferenciais e ordinárias;
- Desconsideram-se empresas listadas na amostra que aderiram aos NDGC entre os meses de junho e dezembro de 2008 devido à crise financeira internacional.

Após as considerações elencadas, a amostra final compreendeu 81 empresas que aderiram aos NDGC, segregadas em: (i) 39 ações ordinárias e 42 ações preferenciais; (ii) 57 adesões ao N1, 10 adesões ao N2 e 14 adesões ao NM.

A fim de atingir o objetivo da pesquisa, necessitou-se efetuar a segregação da amostra em ações reguladas e não reguladas. Para isso, inicialmente, três tipos de regulações foram considerados, da mesma forma como realizado por Costa et al. (2009), as quais regulam os setores descritos a seguir:



- Agência Nacional Reguladora (ANR): agências que regulam 10 setores, sendo eles: 1) energia elétrica; 2) finanças e seguros; 3) petróleo e gás; 4) transportes; 5) alimentos e bebidas; 6) telecomunicações; 7) águas; 8) fundos; 9) cinema; e 10) saúde;
- Legislação Específica (LE): responsável pela regulação de cinco setores: 1) petróleo e gás; 2) energia elétrica; 3) instituições financeiras; 4) transportes; e 5) estatais dependentes; e
- Plano de Contas Normatizado (PCN): responsável pela regulação de dois setores: 1) instituições financeiras e 2) energia elétrica.

Com isso, da amostra pesquisada, composta por 81 empresas, tem-se 36 reguladas, sendo 23 reguladas por ANR, 13 organizações por LE e 24 por PCN. Tão logo, tem-se 44% da amostra representada por empresas reguladas.

Para se obter o retorno com dados contínuos, para cada pregão foi calculado o retorno logarítmico neperiano por meio da Equação 1:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{Vlr_{it}}{Vlr_{it-1}}\right) \quad (1)$$

Legenda:  $R_{it}$  é o retorno do ativo  $i$  na data  $t$ ;  
 $Vlr_{it}$  é o valor do ativo  $i$  na data  $t$ ;  
 $Vlr_{it-1}$  é valor do ativo  $i$  na data  $t-1$ .

Cabe destacar que para o retorno logarítmico do Ibovespa também foi calculado o retorno logaritmo neperiano.

De acordo com o exposto, o Modelo de Mercado foi aplicado para estimação do Beta tanto para o período anterior ao evento de adesão quanto para o período posterior. *A priori*, a adesão a algum NDGC deveria provocar diminuição do nível de risco das ações. Tão logo, a estimativa de Beta referente ao período posterior ao evento de adesão deveria ser menor do que a estimativa concernente ao período anterior. Ainda, para as empresas reguladas, espera-se que a diminuição do risco não seja tão evidente quanto para as empresas não reguladas, devido a presença da agência de regulação.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados são apresentados em três etapas. A primeira, considerando todas as empresas: reguladas e não reguladas. Na sequência, é realizada a análise apenas das companhias reguladas e, posteriormente, das companhias não reguladas.

### 4.1 Análise das adesões aos NDGC: todos os casos

Inicialmente, foram realizadas 162 regressões para estimação de Beta, sendo 81 regressões antes do evento de adesão ao NDGC de cada empresa pesquisa e 81 regressões posteriores ao evento. Na Tabela 1 são apresentados os resultados de forma sintética.

Tabela 1 - Estimativas de beta para todos os casos

Possibilidades	1	2	3	4	Todas
$\beta$ antes	$\beta_a^1$	$\beta_a$	$\beta_{a\sim}^2$	$\beta_{a\sim}$	Todos
$\beta$ depois	$\beta_d^3$	$\beta_{d\sim}^4$	$\beta_d$	$\beta_{d\sim}$	Todos
Número de casos	57	4	13	7	81

FONTE: Dados da pesquisa, 2018.

<sup>1</sup> Beta antes é significativo (sig.  $\leq 0,5\%$ );

<sup>2</sup> Beta antes não é significativo (sig.  $> 0,5\%$ );

<sup>3</sup> Beta depois é significativo (sig.  $\leq 0,5\%$ );

<sup>4</sup> Beta depois não é significativo (sig.  $> 0,5\%$ ).

De acordo com a Tabela 1, observa-se que 71,25% (57) dos casos apresentaram Beta significativo antes e depois da adesão aos NDGC. Desses casos, 35 apresentaram redução do coeficiente Beta na regressão anterior ao evento quando comparada com o Beta da regressão posterior ao evento, ou seja, 61,40% dos casos se comportaram conforme o esperado. Cabe ainda destacar que, em quatro casos, o coeficiente Beta deixou de ser significativo. Tão logo, pode-se afirmar que, do total de 81 casos, obteve-se 39 (35 + 4) casos em que o Beta apresentou redução, representando 68,42%. Tal constatação pode ser considerada como uma evidência de que, para a larga maioria das ações, o evento de adesão representa redução do nível de risco percebido pelo mercado de capitais.

Na sequência, na Tabela 2, são apresentados os valores médios das estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente ao evento de adesão para os 57 casos estudados que tiveram Betas significativos antes e depois ao evento estudado.

Tabela 2 - Análise descritiva dos betas significativos

	Amplitude	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
$\beta$ antes	1,335	0,200	1,535	0,779	0,347
$\beta$ depois	1,118	0,222	1,340	0,721	0,295
Número de Casos	57				

FONTE: Dados da pesquisa, 2018.

Como se pode observar na Tabela 2, as estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente ao evento de adesão atingem 0,779 e 0,721, respectivamente. A média menor para o período posterior ajuda a confirmar a indicação de nível de risco mais baixo após a adesão ao NDGC pelas organizações. Cabe ainda citar que a variabilidade das estimativas de Beta se reduz nos Betas posteriores, ou seja, após o evento de adesão, o que é indicado tanto pela amplitude quanto pelo desvio padrão, os quais reduziram para as análises posteriores ao evento. Tais dados contribuem na indicação da redução de risco na medida em que os eventos de adesão ocorrem, refletindo em uma maior uniformidade do coeficiente Beta.

Os resultados obtidos nesta pesquisa, corroborada por Clemente *et al.* (2014), mostram de forma clara o efeito de redução do risco como reflexo da adesão das empresas aos NDGC, o que pode indicar uma tendência generalizada nesse sentido, em que outras empresas venham a aderir aos NDGC com o objetivo de apresentar maior transparência e confiança aos investidores.

A análise seguinte busca verificar a existência de diferença estatisticamente significativa entre os coeficientes Beta médios antes e depois da adesão aos NDGC. Para isso, primeiramente foi verificada a normalidade dos dados por meio do teste *Kolmogorov-Smirnov*, ao nível de significância de 5%, resultando na aceitação da hipótese nula ( $H_0$ ), indicando a normalidade dos dados para os Betas antes [ $D(57) = 0,085$ ,  $p < 0,05$ ] e depois [ $D(57) = 0,083$ ,  $p < 0,05$ ].

Também foi realizado o teste para verificar a homogeneidade de variância dos dados, por meio do teste de *Levene*, o qual apontou que os dados possuem homogeneidade de variâncias. Devido à

normalidade e pela presença de homogeneidade de variâncias, utilizou-se uma técnica paramétrica para avaliar as eventuais diferenças entre as médias: o teste  $T$  para amostras pareadas.

O teste  $T$  de amostra em pares foi adotado, ao nível de significância de 5%, por se tratar de dados pareados. Tal teste comparativo dos valores médios foi efetuado apenas para os 35 casos em que fora observada redução do coeficiente Beta. Como resultado, rejeitou-se a hipótese nula de igualdade entre os valores médios, o que sugere a efetiva redução do risco das ações após o evento de adesão aos NDGC.

#### 4.2 Análise das adesões aos NDGC: empresas não reguladas

Conforme já descrito na metodologia desta pesquisa, existem 45 empresas não reguladas da amostra (81), representando 55,55%. Na Tabela 3 são resumidos os resultados das regressões realizadas nas organizações não reguladas.

Tabela 3 - Estimativas de beta para empresas não reguladas

Possibilidades	1	2	3	4	Todas
$\beta$ antes	$\beta_a^1$	$\beta_a$	$\beta_{a\sim}^2$	$\beta_{a\sim}$	Todos
$\beta$ depois	$\beta_d^3$	$\beta_{d\sim}^4$	$\beta_d$	$\beta_{d\sim}$	Todos
<b>Número de casos</b>	<b>26</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>45</b>

FONTE: Dados da pesquisa, 2018.

<sup>1</sup> Beta antes é significativo (sig.  $\leq 0,5\%$ );

<sup>2</sup> Beta antes não é significativo (sig.  $> 0,5\%$ );

<sup>3</sup> Beta depois é significativo (sig.  $\leq 0,5\%$ );

<sup>4</sup> Beta depois não é significativo (sig.  $> 0,5\%$ ).

Observa-se que 26 casos mostram coeficiente Beta significativo tanto para o período anterior à adesão quanto para o período posterior, o que representa 57,78% do total. Desses, 18 casos se comportaram conforme esperado, com estimativas do coeficiente Beta menores no período subsequente à adesão, com representatividade de 40,00%.

Na sequência da análise, na Tabela 4 são apresentados os valores médios das estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente ao evento de adesão para os 26 casos estudados de empresas não reguladas, sendo consideradas apenas aquelas com Betas significativos antes e depois ao evento estudado.

Tabela 4 - Análise descritiva dos betas significativos para as empresas não reguladas

	Amplitude	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<b><math>\beta</math> antes</b>	0,009	-0,006	0,003	0,0001	0,0028
<b><math>\beta</math> depois</b>	1,324	-0,005	1,319	0,3586	0,4227
<b>Número de Casos</b>	<b>26</b>				

FONTE: Dados da pesquisa, 2018.

Conforme relacionado na Tabela 4, as estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente ao evento de adesão atingem 0,0001 e 0,3586, respectivamente. De forma contrária à Tabela 2, pode-se observar uma menor média para o período anterior, o que contraria o esperado, pois indica um maior risco médio após o evento de adesão. Ainda, pode-se observar que, também de forma contrária, as estimativas de Beta aumentaram nos Betas posteriores, indicado tanto pela amplitude quanto pelo desvio padrão.

Com a realização de uma análise mais detalhada dos 26 casos da Tabela 4, constata-se que 18 casos tiveram redução do Beta após o evento, representando cerca de 69,23%. Isso pode indicar que

aproximadamente 30% dos casos divergem do esperado, o que possivelmente tenha influenciado os dados da Tabela 4.

A fim de comprovar a efetiva redução de risco, ao menos para a maioria dos casos estudados, foi realizado o teste  $T$ , ao nível de significância de 5%, por se tratar de dados pareados. O referido teste foi efetuado apenas para os 18 (dos 26) casos em que foi observada redução do coeficiente Beta. Como resultado, aceitou-se a hipótese nula de igualdade entre os valores médios, ou seja, não é possível comprovar estatisticamente que exista diferença entre as médias antes e depois das empresas não reguladas, resultado este divergente do esperado.

Uma possível explicação dos resultados encontrados no teste  $T$  realizado anteriormente, os quais diferem do esperado, pode ser explicado pelo pequeno tamanho da subamostra, com apenas 18 casos. Tal limitação não tem como ser superada, devido ao baixo número de empresas listadas na BM&FBovespa, especialmente quando comparado a outras bolsas mundiais.

### 4.3 Análise das adesões aos NDGC: para as empresas reguladas

Conforme descrito na metodologia desta pesquisa, constam 36 empresas reguladas da amostra (81), representando 44,44%. Na Tabela 5 os resultados das regressões realizadas nas organizações reguladas são detalhados.

Com relação às empresas reguladas, observa-se que 31 casos mostram coeficiente Beta significativo tanto para o período anterior à adesão quanto para o período posterior, o que representa 86,11% do total.

Tabela 5 – Estimativas de beta para empresas reguladas

Possibilidades	1	2	3	4	Todas
$\beta$ antes	$\beta_a^1$	$\beta_a$	$\beta_{a\sim}^2$	$\beta_{a\sim}$	Todos
$\beta$ depois	$\beta_d^3$	$\beta_{d\sim}^4$	$\beta_d$	$\beta_{d\sim}$	Todos
<b>Número de casos</b>	<b>31</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>36</b>

FONTE: Dados da pesquisa, 2018.

<sup>1</sup> Beta antes é significativo (sig.  $\leq 0,5$  %);

<sup>2</sup> Beta antes não é significativo (sig.  $> 0,5$  %);

<sup>3</sup> Beta depois é significativo (sig.  $\leq 0,5$  %);

<sup>4</sup> Beta depois não é significativo (sig.  $> 0,5$  %).

Na sequência da análise, na Tabela 6 são apresentados os valores médios das estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente ao evento de adesão para os 31 casos estudados de empresas reguladas.

Tabela 6 - Análise descritiva dos betas significativos para as empresas reguladas

	Amplitude	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<b><math>\beta</math> antes</b>	0,006	-0,003	0,003	0,0008	0,0014
<b><math>\beta</math> depois</b>	0,007	-0,005	0,002	0,0002	0,0018
<b>Número de Casos</b>	<b>31</b>				

FONTE: Dados da pesquisa, 2018.

De acordo com a Tabela 6, as estimativas do coeficiente Beta para os períodos antecedente e subsequente ao evento de adesão atingem 0,0008 e 0,0002, respectivamente. Corroborando com a Tabela 2 e contrariando a Tabela 3, os dados da Tabela 6 indicam uma maior média para o período anterior, porém muito próxima à média do período posterior. Ainda, pode-se observar que as estimativas de Beta

diminuíram levemente nos Betas posteriores, indicado pelo desvio padrão. Cabe citar ainda que a amplitude é próxima para os períodos anteriores e posteriores.

Com isso, os resultados obtidos reforçam a suposição de que na ocasião de um evento de adesão aos NDGC para empresas reguladas, o risco tende a se manter igual antes e depois do evento, pois com a empresa já possui regulação, a entrada a um nível de governança corporativa não reflete em menor prêmio pelo risco.

A fim de comprovar a não alteração de risco, pelo menos para a maioria dos casos estudados, foi realizado o teste *T* de dados pareados, ao nível de significância de 5%. O referido teste foi efetuado apenas para os 31 das empresas reguladas com Betas significativos antes e depois do evento. Como resultado, rejeitou-se a hipótese nula de igualdade entre os valores médios, o que comprova a efetiva redução do risco das ações após o evento de adesão aos NDGC em empresas reguladas, divergente do esperado.

#### 4.4 Análise dos Betas antes e depois do evento

Uma última análise realizada buscou-se verificar eventuais diferenças entre os Betas anteriores ao evento, de empresas reguladas e não reguladas. Também foram verificadas as eventuais diferenças para os Betas posteriores.

Da mesma forma que nos tópicos anteriores, aplicou-se o teste *T*, porém agora para amostras independentes, ao nível de significância de 5%. O referido teste foi efetuado considerando os 31 casos de empresas reguladas com Betas significativos antes e depois do evento e os 18 casos de empresas não reguladas também com Betas significativos. Como resultado, para os Betas anteriores, aceitou-se a hipótese nula de igualdade entre os valores médios, o que comprova a inexistência de diferença de risco antes do evento para empresas reguladas e não reguladas. Porém, para os Betas posteriores, rejeitou-se a hipótese nula de igualdade entre os valores médios, o que comprova a existência de diferença estatística entre o risco de empresas reguladas e não reguladas após o evento de adesão aos NDGC.

### 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente investigação buscou avaliar se companhias sujeitas à regulação governamental apresentam risco diferente das companhias não reguladas após o evento de adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa. Para isso, foram consideradas 81 companhias que aderiram a um NDGC no período entre dezembro de 2000 e abril de 2015, utilizando-se o Modelo Estatístico de Mercado para estimação do risco (Beta) das ações negociadas por estas empresas, e considerando para a definição de companhia regulada a existência de agência nacional reguladora, legislação específica ou plano de contas normatizado.

Com a aplicação dos procedimentos metodológicos escolhidos para essa investigação, os resultados indicaram que há diferença no risco das ações das companhias reguladas em comparação às ações das companhias não reguladas após o evento de adesão a um NDGC, aceitando-se dessa forma a hipótese de pesquisa subsidiada pela plataforma teórica elencada.

Todavia, em contraponto à hipótese de teste traçada para a investigação, por sua vez em congruência ao referencial teórico-empírico elencado, notou-se que a diferença de risco entre os grupos mencionados ocorreu de forma inversa ao esperado: enquanto para as empresas não reguladas não foi possível afirmar estatisticamente que há diferença no risco de suas ações após o evento de adesão ao NDGC, para as companhias reguladas demonstrou-se uma diferença significativa do risco das ações após o evento de adesão ao NDGC, em forma de redução.

Diante dos resultados divergentes em relação ao esperado, recorre-se à literatura para verificação de elementos que podem ajudar a explicar tal ocorrência. Tomando como ponto de partida reflexões

ocorridas a partir da leitura do trabalho de Alexander (2004), pode-se intuir que, em termos gerais, enquanto a regulação possui como principal preocupação a manutenção de condições de mercado adequadas para os consumidores e para a companhia, promovendo a alocação eficiente de recursos (FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997; KUPFER; HASENCLEVER, 2002), o que leva a exigência de divulgação de informações contábeis específicas para subsidiar essas atividades de regulação (MATARAZZO, 2010), os NDGC buscam aumentar a credibilidade das companhias abertas e do mercado acionário brasileiro especialmente junto a investidores e credores (LA PORTA et al., 1998; BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006), o que se faz, dentre outras medidas, com o aumento do *disclosure* (SILVA et al., 2012).

Dessa forma, a divulgação de informações por companhias reguladas, apesar de ser mais ampla antes do evento de adesão ao NDGC em comparação às empresas não reguladas, não possui diretamente o mesmo destinatário das informações exigidas pelos NDGC, sendo o destinatário, especialmente no caso brasileiro, as agências reguladoras.

Ainda neste raciocínio, para o investidor pode parecer interessante o ingresso de uma companhia regulada a um NDGC, o que demonstra uma preocupação e valorização da companhia ao investidor atual e potencial pelo fato de se comprometer a cumprir exigências adicionais, desta vez em favor dos fornecedores de capital, em um ambiente no qual ela sofre concorrência por recursos de investidores. Ademais, o ingresso de uma companhia regulada a um NDGC pode ser considerado interessante para um investidor (individual ou institucional) ao levar em consideração que, em geral, empresas reguladas realizam atividades em setores nos quais elas atuam como monopólios ou fazem parte de oligopólios naturais, que podem fornecer retornos sólidos (mesmo que regulados, mas com maior garantia do que em empresas que fazem parte do livre mercado) ou até mesmo anormais que, ao serem gerados em uma companhia com maior quantidade de elementos de governança corporativa, possuem o maior potencial de fluir em favor de seus acionistas minoritários de forma justa ao investimento realizado do que em companhias reguladas que não aderiram a um NDGC. Nesse contexto, pode-se esperar que a adesão de uma empresa regulada a um NDGC reduza o risco de suas ações, até mesmo em patamares superiores ao que ocorre com companhias não reguladas.

Dessa forma, os resultados obtidos nessa investigação possuem potencial para contribuir teoricamente no estado da arte das pesquisas na área contábil que envolvam os elementos envolvidos nessa pesquisa - NDGC, regulação e risco – indicando uma tendência divergente ao que poderia ser esperado na relação entre essas variáveis. Os resultados também contribuem ao compor o rol de pesquisas empíricas realizadas que buscam identificar a relação da adoção de companhias a um NDGC com o risco ou retorno de suas ações, considerando que ainda não há um entendimento pacificado a respeito.

A presente pesquisa não tem o intuito de esgotar a questão. Pelo contrário, busca-se com os resultados incentivar novos estudos que busquem entender melhor o comportamento do risco em empresas reguladas e não reguladas. Sugere-se como futuros estudos a busca por novas variáveis de controle, que aliadas a variável regulação, possam melhor explicar as causas dos resultados aqui encontrados. Além disso, a replicação da presente pesquisa em outros mercados, talvez contribua para o desenvolvimento do tema.

Como principal limitação da presente pesquisa, cita-se o baixo número de empresas com Betas significativos, que talvez possa ter influenciado nos resultados dos testes estatísticos de diferença de média empregados.

## REFERÊNCIAS

ALEXANDER, Kern. UK Corporate Governance and Banking Regulation: The Regulator's Role as Stakeholder. *Stetson Law Review*, v. 33, p. 991-1034, 2003.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas, 2004.

BARBOSA, João Estevão Barbosa, Neto; MÁRIO, Poueri do Carmo; DIAS, Warley de Oliveira. Regulação e sua influência no preço das ações: uma análise empírica no segmento de aviação civil. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 3, n. 1, p. 79-95, 2011.

BARROSO, Luís Roberto. Constituição, ordem econômica e agências reguladoras. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**, n. 1, p. 1-30, 2005.

BATISTELLA, Flávio Donizete. et al. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., São Paulo, **Anais...** São Paulo: USP, 2004.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.

BESARRIA, Cássio Nóbrega; SILVA, Herickson Santos. A efetividade da governança corporativa sobre o risco dos ativos da BM&FBovespa. **RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 3, p. 933-956, 2017.

BM&FBovespa. **Bolsa de Valores de São Paulo.** Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

BRUNO, Valentina; CLAESSENS, Stijn. Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? **Journal of Financial Intermediation**, v. 19, n. 4, p. 461-482, 2010.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 237-333, 2001.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? **Revista de Gestão USP**, v. 17, n. 2, p. 189-208, 2010.

CARDOSO, Ricardo Lopes. **Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro.** 2005. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-18122008-121952/>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CATAPAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

CLEMENTE, Ademir. et al. O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? **Revista Base**, v. 11, n. 2, p. 140-152, 2014.

COLOMBO, Jéfferson Augusto; GALLI, Oscar Claudino. Governança corporativa no Brasil: Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 11, n. 2-3, p. 117-128, 2012.

COSTA, Benedito Manoel do Nascimento; LEAL, Paulo Henrique; PONTE, Vera Maria Rodrigues. Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. **RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 2, p. 729-756, 2017.

COSTA, Rosilda Aparecida. et al. O impacto da regulação no conservadorismo das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 12, n. 3, p. 28-37, 2010.

CRUZ, Cássia Vanessa Olak Alvez; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

DIAMOND, Douglas. W.; VERRECCHIA, Robert E. Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1335-1360, 1991.

ESPEJO, Robert Armando; CLEMENTE, Ademir. Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 21, n. 2, p. 34-51, 2017.

FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido; AZEVEDO, Paulo Furquim; SAES, Maria Sylvia Macchione. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997.

GROTTL, Dinorá Adelaide Musetti. As agências reguladoras. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**, n. 6, p. 1-30, 2006.

IBGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

KESSLER, Marcos Rodolfo. **A regulação econômica no setor elétrico brasileiro: teoria e evidências**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil, 2006. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/11533>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LA PORTA, Rafael. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n.6, p. 1113-1155, 1998.

MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13-39, 1997.



MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 17, p. 65-79, 2006.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PINHO, Diva B., VASCONCELOS, Marco Antonio S. **Manual de economia**. São Paulo: Saraiva, 2003.

RAFFAELLI, Susana Cipriano Dias. et al. Definindo fronteiras e abrindo novos horizontes: o conceito de governança na pesquisa em contabilidade. **Revista Ambiente Contabil**, v. 7, n. 1, p. 196-215, 2015.

RODRIGUES, Margarida Maria Silva et al. Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa. **Revista Economia & Gestão**, v. 15, n. 38, p. 29-59, 2015.

ROSSONI, Luciano; MACHADO-DA-SILVA, Clovis L. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&FBovespa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.

SANTOS, Alexandre Corrêa dos. et al. Gerenciamento de resultados: investigação de sua ocorrência em empresas de setores regulados no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 6, n. 3, p. 4-16, 2012.

SANTOS, Marcos Igor da Costa; SILVA, Manuel Soares. Teoria de Precificação por Arbitragem: Um estudo empírico no setor bancário Brasileiro. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 28, n. 1, p. 70-82, 2009.

SARLO, Alfredo, Neto. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, Brasil, 2004. Disponível em: <[http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/8/Dissertacao%20Alfredo%20Sarlo.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Dissertacao%20Alfredo%20Sarlo.pdf)>. Acesso em: 06 jan. 2018.

SARLO, Alfredo, Neto; LOPES, Alexsandro B.; LOSS, Lenita. O impacto da regulamentação sobre a relação entre lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 26., Salvador, **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2002.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes da; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; PIMENTA, Tabajara, Junior. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, n. 2, p. 222-242, 2012.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/>>. Acesso em: 06 jan. 2018.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.

WATTS, Ross L. Conservatism in accounting part I: explanations and implications. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, 2003.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. The demand for and supply of accounting theories: the market for excuses. **The Accounting Review**, v. 54, n. 2, p. 273-305, 1979.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. **The Journal of Law & Economics**, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.

ZONATTO, Vinícius Costa da Silva; SOUSA, Tarcita Cabral Ghizoni de; FERNANDES, Francisco Carlos. Análise do nível de adesão ao *disclosure* do risco de mercado pelos bancos com ações negociadas na BM&FBOVESPA. **SINERGIA - Revista do Instituto de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis**, v. 19, n. 2, p. 65-76, 2015.