

DIVULGAÇÃO DO INFORME DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (ICVM 586) E O IMPACTO NO RETORNO DA AÇÃO

DISCLOSURE OF THE INFORME DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (ICVM 586) AND THE IMPACT ON SHARE RETURN

Recebido: 20/04/2019 – Aprovado: 15/10/2019 – Publicado: 02/01/2020

Processo de Avaliação: Double Blind Review

Rafael Siqueira Mingone¹

Mestre em Ciências Contábeis e Atuariais pela Pontifícia Universidade Católica (PUC-SP)

Cristiane Lana Silva²

Mestre em Administração de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica (PUC-SP)

José Carlos Marion³

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo

Professor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP).

Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos⁴

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

Professora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP).

¹ Autor para correspondência: PUC-SP: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – Rua Ministro Godoi, 969 – Perdizes, São Paulo – SP, 05015-001. Brasil. E-mail: rafael.mingone@terra.com.br

² E-mail: lana2427@gmail.com

³ E-mail: jcmarion@usp.br

⁴ E-mail: admneusa@pucsp.br



RESUMO

A inter-relação entre a regulação e a autorregulação promove a eficácia dos instrumentos derivados do arcabouço legal. É eficiente para tratar as falhas e riscos inerentes. Um sistema financeiro estruturado promove o desenvolvimento econômico dos países. Em 2016 foi aprovado o Código Brasileiro de Governança Corporativa, trabalho desenvolvido pelo GT Interagentes. Em 2017, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) incorpora o documento à norma ICVM 586. O objetivo deste artigo é identificar se houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram o informe de governança baseado nessa nova instrução. Corroborando a hipótese H1, podem existir indícios de que o evento de divulgação do informe de governança impactou de maneira estatisticamente significativa os retornos das ações de apenas um grupo de empresas pesquisadas.

Palavras-chave: Governança corporativa; Teoria da agência; Hipótese de mercados eficientes; ICVM 586.

ABSTRACT

The interrelation between regulation and self-regulation promotes the effectiveness of the instruments derived from the legal framework. It is efficient to handle the flaws and inherent risks. A structured financial system promotes the economic development of countries. In 2016, the Brazilian Code of Corporate Governance was approved, a work developed by GT Interagentes. In 2017, the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) incorporates the document into the standard ICVM 586. The purpose of this article is to identify if there was an impact on the return of the companies that issued the governance report based on this new instruction. Corroborating the H1 hypothesis, there may be indications that the disclosure event of the governance report had a statistically significant impact on the stock returns of only a group of companies surveyed.

Key Words: Corporate governance; Agency theory; Hypothesis of efficient markets; ICVM 586.



1. INTRODUÇÃO

Na estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) existe uma inter-relação entre a regulação e a autorregulação com o objetivo de promover a eficácia dos instrumentos derivados do arcabouço legal, editados no Brasil pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela B3 – Brasil, Bolsa, Balcão.

Além desse objetivo, a interação entre as entidades do mercado de capitais parte da constatação de que o regulador, por limitações orçamentárias e de pessoal, não é capaz de prover orientação, normatização e fiscalização de todos os agentes que atuam no mercado financeiro.

Luiz Felipe Amaral Calabro (2010), traz a tese de que a autorregulação institucionalmente estruturada e legitimada pela regulação é um eficiente arranjo para tratar as falhas e riscos inerentes ao mercado de bolsa. A autorregulação, segundo o autor, seria um estímulo interno ao SFN reforçado pelo estímulo externo da regulação. Ambos visam impor um equilíbrio entre a livre iniciativa e o bem comum.

A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) determina que os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários são a proteção dos investidores, a criação e manutenção de mercados justos, eficientes e transparentes, e a redução do risco sistêmico.

Um ambiente como o defendido pela IOSCO promove, em grande medida, o desenvolvimento econômico dos países. No Brasil, no âmbito da regulação e fiscalização, existem os órgãos normativos e de supervisão. Compõem ainda o SFN do Brasil as entidades de operação e de autorregulação. Por entidades de autorregulação pode-se citar Abrasca, Apimec, Ibri, Codim, Amec, Anbima, Ibof, Anefac, Febraban, IBGC, IIRC, Abvcap etc.

Dentro desse contexto, o objetivo deste artigo é identificar se houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram o informe de governança baseado no código brasileiro de governança corporativa.

André Grünspun Pitta (2013) aborda que o regime de divulgação obrigatória de informações é tido como principal pilar regulatório do mercado de valores mobiliários. Isso,



tradicionalmente, parte do entendimento de que a prestação de contas em níveis satisfatórios viabiliza a adequada tomada de decisão dos investidores, constituindo importante mecanismo de proteção no âmbito do mercado de valores mobiliários, por garantir uma teórica igualdade de condições entre seus participantes, principalmente investidores, ofertantes, intermediários e emissores de valores mobiliários.

A justificativa para esse estudo é que em novembro de 2016 foi aprovado o Código Brasileiro de Governança Corporativa, trabalho desenvolvido pelo GT Interagentes. Em junho de 2017, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) incorpora o documento ao seu conjunto de normas (ICVM 586). Sendo um dos maiores avanços do mercado de capitais brasileiro, essa instrução foca na melhoria da governança como um todo e, além disso, como esses processos devem se conectar à prestação de contas.

Em “Especulação no Mercado Futuro de Commodities Agrícolas e o Papel da Regulação Governamental e da Autorregulação da BM&FBOVESPA”, de Felipe Morelli da Silva (2015), procurou-se tratar da regulação governamental e das implicações em se ter uma mesma organização, nesse caso a B3, responsável por criar normas e simultaneamente participar do mercado.

Um outro estudo investigou o reflexo da crise financeira de 2008 nos retornos das empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa. A adesão às boas práticas instituída pela B3 pressupõe, entre outras, uma administração transparente e confiável que propicia, além da diminuição da assimetria de informações, respeito aos pequenos acionistas, solução de conflitos e proteção aos investidores. O achado contraria pesquisas anteriores, fornecendo indícios de que fazer parte dos níveis diferenciados de governança não traz benefícios em períodos conturbados de crise (Anete Alberton, Antônio Miguel Cavaleiro Moletta & Rosilene Marcon, 2011).

Em “A figura dos *gatekeepers*: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro”, a autora Taimi Haensel (2014) aborda a atuação de agentes na imposição de deveres de acompanhamento, fiscalização e de observância do ordenamento jurídico, a serem cumpridos pelos profissionais e instituições que prestam serviços a emissores e a investidores no mercado de valores mobiliários, sob pena de responsabilização. O acréscimo de deveres a tais profissionais e instituições, além daqueles



intrínsecos ao exercício regular de suas atividades, é a elaboração de uma estratégia de regulação mais eficiente para o mercado de valores mobiliários, tanto com escopo de prevenção quanto de aplicação de sanções por ilicitudes (Haensel, 2014).

A nova instrução da CVM (ICVM 586) ressalta a importância das boas práticas difundidas pelo código brasileiro na medida em que o órgão regulador incorporou ao seu conjunto de normas essa nova obrigação para as companhias abertas.

O objeto do estudo são as companhias abertas, categoria A, que fizeram parte do IbrX-100 ou Ibovespa, em junho de 2017. As demais companhias e os próximos ciclos de relato, a partir de janeiro de 2019, deverão ser enviados até o sétimo mês subsequente ao fechamento de cada exercício social anual. De natureza quantitativa, a partir da metodologia de estudo de eventos, o presente artigo pretende investigar se há evidências de que a divulgação do informe de governança impactou de forma estatisticamente significativa o retorno das ações das empresas pesquisadas.

Nesse sentido, a problematização que se apresenta é: houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram o informe baseado na ICVM 586? A hipótese nula (H_0) é que a divulgação do novo informe não impactou de forma estatisticamente significativa o retorno da ação das empresas pesquisadas.

Este informe tem levado as companhias abertas a discutirem efetivamente suas práticas e de que forma elas devem ser aprimoradas. A elaboração desta prestação de contas deve levar em conta a lógica do *Pratique ou Explique* com base no Código Brasileiro de Governança Corporativa. O Anexo 29-A da nova instrução deve conter o conteúdo em relação às práticas adotadas, parcialmente adotadas, não adotadas ou que não se aplicam à organização. As explicações detalhadas devem vir após uma breve indicação em formato de *checklist* com um Sim (S), Não (N), Parcialmente (P) ou Não se Aplica (NA).

A estrutura do Anexo 29-A apresenta 5 capítulos, 31 princípios e 54 práticas. Os capítulos estão divididos em: 1) Acionistas; 2) Conselho de administração; 3) Diretoria; 4) Órgãos de fiscalização e controle; e 5) Ética e conflito de interesses. No Reino Unido, boa parte das empresas adota integralmente todas as práticas recomendadas. Uma parcela pequena das

empresas não adota de um a três itens. As recomendações têm como base práticas adotadas em 18 mercados e os Princípios de Governança Corporativa G20/OCDE.

O Brasil, com a divulgação do código brasileiro e a nova instrução, volta à vanguarda das boas práticas se alinhando ao resto do mundo. A contribuição para a academia está em relacionar esse avanço no mercado de capitais brasileiro com o retorno das ações das empresas pesquisadas.

Para tanto, este trabalho está estruturado da seguinte forma: na metodologia são apresentados o tipo de dado coletado, a amostra e os critérios de seleção, o método utilizado para a investigação do problema, o tipo de pesquisa e o período em que o estudo foi realizado. Já o referencial teórico se baseou na teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976) e na hipótese dos mercados eficientes (Fama, 1970). A análise dos resultados aborda os achados em torno do problema formulado. Por fim, as considerações finais retomam o contexto deste artigo, as motivações para tal estudo, os antecedentes, teorias e os resultados encontrados.

Tendo em vista as diferenças nas práticas adotadas pelas companhias e nas respostas disponibilizadas por cada uma delas, as considerações extraídas da pesquisa não devem ser generalizadas para outras instituições. Ressalta-se ainda que esta pesquisa tem como objetivo identificar possíveis indícios de impacto no retorno das ações a partir da divulgação do novo informe, não sendo possível explicar diretamente qualquer oscilação nos volumes e preços somente por este fato isolado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. TEORIA DA AGÊNCIA

O estudo pioneiro de Berle e Means (1932) abordou sobre a estrutura de propriedade. Silveira (2004), Silva (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007) estudaram a diversidade das estruturas de propriedade, particularidade do mercado brasileiro que se destaca pela grande concentração em grupos familiares, que acontece pela posse de ações e pelo controle na tomada de decisão. A baixa proteção e uma atuação passiva dos minoritários podem aumentar os conflitos de interesse.



Para Silveira (2004), uma propriedade concentrada pode resultar em problemas de agência, devido a objetivos distintos entre os interesses dos acionistas da empresa. Há ainda a predominância da estrutura de concentração do poder político e econômico na totalidade do mercado brasileiro.

De acordo com Silva (2006), o controlador exerce o seu poder sobre a propriedade, com destaque para as diversas classes de ações – ordinárias, preferenciais ou superpreferenciais –, que apresentam características distintas de direitos e deveres. As participações cruzadas, piramidais e os acordos de acionistas como instrumentos utilizados pelos controladores também são citados pelo autor.

Assim, o proprietário garante benefícios e influência em temas de interesse, como remuneração, por exemplo (Silva, 2006). A garantia de direitos sobre o fluxo de caixa da entidade é destaque para Okimura, Silveira e Rocha (2007), com a possibilidade de distribuição de dividendos.

Jensen e Meckling (1976) trabalharam com a ideia de que o acionista controlador expropria riqueza de outros acionistas devido: ao pagamento de honorários excessivos para si mesmo; a posições no conselho de administração para si, familiares ou parentes; e ao pagamento/recebimento de preços de transferências para empresas em que são proprietários.

Conforme Bortolon (2010), no contexto brasileiro, a utilização de ações sem direito a voto – ações preferenciais – garante o exercício do controle sem que seja necessário um alto investimento, o que gera desvios de direitos sobre voto e propriedade, bem como incentivos aos benefícios privados. Tal mecanismo é representado pelo direito de controle em excesso. Quanto maior o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa do controlador, de acordo com Silveira, Barros e Famá (2004), pior será o nível de governança e maior a possibilidade de benefícios privados pelos controladores.

O estudo considera que o controlador, como administrador, pode influenciar na adoção dos mecanismos de governança por meio de alternativas atreladas à estrutura de propriedade, conforme os estudos estrangeiros de Yurtoglu e Haid (2006), Jiang (2008), Masulis, Wang e Xie (2009), Barontini e Bozzi (2010), Cao, Pan e Tian (2011) e os estudos nacionais de Okimura, Silveira e Rocha (2007), Aldrighi e Postali (2011) e Souza (2012).



Um dos temas centrais da governança corporativa é a separação de propriedade e de gestão, que se torna o estágio inicial de um processo de aprimoramento do processo decisório, relacionado ao estágio de evolução das organizações e à necessidade de capital.

Com isso, surgiram os problemas de agência que, para Segatto-Mendes (2001), ocorre quando o acionista delega poderes e autoridade para o administrador tomar decisões. Os seres humanos, de acordo com Eisenhardt (1989), agem por interesses próprios, gerando oportunismo. Para existir um alinhamento de interesses, são estabelecidos mecanismos de incentivo entre proprietários e administrador, e destes surgem os custos de agência.

Jensen e Murphy (1990) mostram que é possível exemplificar a teoria da agência quando o acionista concebe contratos com a imposição e a especificação de metas a serem cumpridas ao apresentar informações sobre as atividades da empresa. A partir do momento em que há outros interessados, é possível ocorrer algum efeito de assimetria da informação. Assim, as empresas adotam as boas práticas de governança corporativa para diminuir possíveis problemas de agência (Arruda, Madruga & Freitas Junior, 2008).

Diante disso, a governança corporativa vem para alinhar interesses e proteger o empreendimento. Temas relativos à teoria dos direitos de propriedade, teoria da agência e teoria de finanças são referenciados por Jensen e Meckling (1976); alinhado a isso, de acordo com o interesse do gestor e de mecanismos internos e externos de controle da propriedade, a estrutura acionária da companhia é estabelecida, bem como são adotadas práticas de governança.

2.2. HIPÓTESE DA EFICIÊNCIA DE MERCADO

Para Famá (1970), a Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) baseia-se no modelo clássico de finanças e seus pressupostos estão relacionados ao comportamento humano racional, que maximiza utilidades e é apto a processar de maneira ótima todas as informações disponíveis. O estudo parte da alegação de que o mercado eficiente é aquele em que os preços refletem plenamente as informações disponíveis (Famá, Cioffi & Coelho, 2008).

Dessa forma, o mercado financeiro e de capitais considera as informações pelas mudanças instantâneas nos preços das ações, refletindo no valor presente de todos os lucros atuais e



futuros esperados por meio de um comportamento aleatório que tende a impactar os retornos (Campbell, 1990; Landsman & Maydew, 2001; Konchitchki & O'leary, 2011; Martin, Borah & Palmatier, 2017).

Segundo a HEM, os retornos refletem a nova informação disponível e o quão confiável é o preço da ação no mercado ao conjecturar a situação da empresa.

No mercado eficiente, conforme Fama (1970), não existem custos de transação. Assim, as informações estão disponíveis a custo zero para todos os participantes do mercado, apresentando os mesmos subsídios quanto aos temas de impacto da informação para o preço corrente e distribuição de preços futuros.

O mercado é eficiente se novas informações relevantes causarem variação no retorno das ações, de acordo com Ruiz, Aké e Martínez (2014).

Fama (1970) elegeu três tipos de classificações, de acordo com o subconjunto de informações disponíveis: fraca (preços refletem completamente as informações sobre o histórico do comportamento dos preços dos títulos); semiforte (preços refletem no histórico do comportamento dos preços e em todas as informações publicamente disponíveis); e forte (preços refletem todas as informações disponíveis: históricas, públicas e privadas).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O universo para este estudo são as 95 empresas negociadas na B3 que, a partir da Instrução CVM 586 (ICVM 586), publicada em 09/06/2017, passaram a ficar obrigadas até o dia 09/11/2018 a publicarem o novo informe. Esse documento é um periódico anual eletrônico, enviado pelo sistema Empresas-Net (E-Net).

Os dados secundários de retorno das ações foram calculados a partir do preço de fechamento diário extraídos da plataforma econômica. Já a data de divulgação do informe para cada uma das 95 empresas foi conhecida no site da CVM.



O método escolhido para investigação do problema foi o estudo de eventos, uma metodologia que mensura o efeito de um evento em determinada variável ou conjunto de variáveis. Para Mackinlay (1977), a primeira pesquisa do gênero foi a de Dolley, em 1933, apesar do primeiro ser considerado o pioneiro do método. É possível observar os impactos no preço das ações por meio de uma ferramenta adequada de mensuração, que tem como base a HEM: Hipótese da Eficiência de Mercado (Odendaal, 2014; Ding; Lam; Cheng; & Zhou, 2018). A seguir estão destacados os procedimentos para a determinação de um estudo de eventos.

Na primeira etapa de definição dos eventos, o dia da ocorrência é considerado a data zero, neste artigo de 09/11/2018. Para observar alguns dias dos períodos *ex-ante* e *ex-post*, ao redor da data zero é utilizada uma janela de eventos; a janela de estimação é composta pelos dias anteriores ao início da janela do evento e a janela de comparação pelas datas posteriores ao dia do evento (Mackinlay, 1977; Camargos & Barbosa, 2006).

Os cálculos dos retornos das ações são feitos na segunda etapa de critérios de seleção, juntamente com um índice da bolsa de valores para servir de *proxie* para o mercado. A quantidade da amostra pode ser ajustada nessa fase para evitar sobreposição de eventos (Camargos & Barbosa, 2006).

Em Mackinlay (1977), Camargos e Barbosa (2006), Santos, Gomes, Viana, e Araes (2011) e Camargos e Barbosa (2015), após o acontecimento do evento o cálculo é realizado com base no retorno esperado e no observado, para verificar a existência de retornos anormais (RA), estatisticamente significativos nos dias anteriores, na data do anúncio e nos dias posteriores ao evento. Esse RA é conhecido como um “desvio no resultado esperado”, podendo ser calculado na terceira etapa pela fórmula (Santos et al., 2011; Camargos & Barbosa, 2006):

$$RA = Rit - E(Rit)$$

sendo que: *Rit* é o retorno esperado; *E(Rit)* é o retorno calculado pelo modelo; e *t* é o tempo do evento.

O aumento da variância dos retornos próximo à data de divulgação do evento mostra que há informações relevantes (Camargos & Barbosa, 2006), o que pode identificar se houve a eficiência de mercado com relação à reação imediata à divulgação do evento. O retorno



normal pode ser calculado com a utilização da fórmula logarítmica (Camargos & Barbosa, 2006):

$$R_{i,nt} = \ln \left[\frac{P_{i,nt}}{P_{i,n}(t-nt)} \right]$$

em que: $P_{i,nt}$ é o preço da ação da empresa i , no dia t posterior ao intervalo i ocorrido desde a negociação anterior; $P_{i,n}(t-nt)$ é o preço da ação da empresa i , no dia t anterior ao intervalo i ocorrido desde a negociação anterior; e nt = intervalo de tempo decorrido desde a negociação anterior.

Na quarta etapa, denominada procedimento de estimação, para tratar os *outliers* deve-se utilizar testes de linearidade dos retornos de cada ação com os retornos de um índice da bolsa de valores, usando um critério de exclusão de um nível de significância de uma certa porcentagem. Na quinta etapa, denominada procedimento de teste, o retorno anormal pode ser acumulado dentro da janela de evento. A significância estatística dos retornos anormais do período do evento pode ser calculada para teste das hipóteses, análise da probabilidade do evento afetar a distribuição normal e para identificar se o mercado reagiu à informação. Em seguida, podem ser realizadas as interpretações e conclusões (Camargos & Barbosa, 2006).

Este estudo, do tipo hipotético-dedutivo, realizado entre novembro e dezembro de 2018, organizou os dados coletados e agrupados no Excel, com base nos seguintes procedimentos estatísticos: (i) logaritmos naturais para forçar a distribuição normal; (ii) cálculo dos retornos anormais; e (iii) acumulação de retornos. O teste de significância estatística *p-value* averiguou a probabilidade de o evento afetar a distribuição normal. Um beta (β) menor que 5% mostra sinais de que o evento de divulgação do informe de governança impactou de forma expressiva os retornos das ações.

A hipótese nula H_0 consiste em: a divulgação do novo informe não impactou de forma estatisticamente significativa o retorno da ação das empresas pesquisadas. A H_1 , hipótese contrária, mostrou que podem existir indícios de que o evento de divulgação do novo informe impactou estatisticamente os retornos das ações.

A janela de estimação representa o período de dias para o cálculo do β (Figura 1).

Janela de estimação	Janela de evento	Janela de comparação
←50 pregões	→ 10 pregões ←	8 pregões →

Figura 1

Esquema geral das janelas de estimação, evento e comparação.

Fonte: elaborada pelos autores.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O objeto do estudo são as companhias abertas, categoria A, que fizeram parte do IbrX-100 ou Ibovespa, em junho de 2017. O universo para este estudo são as 95 empresas negociadas na B3 que, a partir da Instrução CVM 586 (ICVM 586), publicada em 09/06/2017, passaram a ficar obrigadas até o dia 09/11/2018 a publicarem o novo informe.

O Ofício Circular Nº 6 de 03/08/2018 divulgado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM indicou as 95 companhias que possuíam em 09/06/2017 (data da publicação da ICVM 586), ao menos, uma espécie ou classe de ação de sua emissão no Índice Brasil 100 (IbrX – 100) ou no índice Bovespa (Ibovespa).

São elas: Aes Tietê Energia S.A.; Aliansce Shopping Centers S.A.; Alupar Investimento S.A.; Ambev S.A.; B2W Companhia Digital; B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão; Banco do Brasil S.A.; Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.; Banco Santander (Brasil) S.A.; BB Seguridade Participações S.A.; BR Malls Participações S.A.; BR Properties S.A.; Banco Bradesco S.A.; Bradespar S.A.; Braskem S.A.; BRF S.A.; CCR S.A.; CESP - Companhia Energética de São Paulo; Cia de Saneamento Básico de São Paulo; Cia Energética de Minas Gerais – CEMIG; Cia Hering; Cia Siderúrgica Nacional; Cia. de Saneamento do Paraná – SANEPAR; Cielo S.A.; Companhia Brasileira de Distribuição; Companhia de Saneamento de Minas Gerais – COPASA; Companhia Paranaense de Energia – COPEL; Cosan S.A. Indústria e Comércio; CPFL Energia S.A.; CTEEP – Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista; CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.; Cyrela Brazil Realty Empreend e Part.; Duratex S.A.; Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.; EDP Energias do Brasil S.A.; Eletrobras

Participações S.A. – ELETROPAR; Eletropaulo Metropolitana Elet. S. Paulo S.A.; Embraer S.A.; Energisa S.A.; Engie Brasil Energia S.A.; Equatorial Energia S.A.; Estácio Participações S.A.; EZtec Empreend. e Participações S.A.; Fibria Celulose S.A.; Fleury S.A.; Gafisa S.A.; Gerdau S.A.; Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.; Grendene S.A.; Hypermarcas S.A.; Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.; Iochpe – Maxion S.A.; Itaú Unibanco Holding S.A.; Itaúsa - Investimentos Itaú S.A.; JBS S.A.; Klabin S.A.; Kroton Educacional S.A.; Light S.A.; Localiza Rent a Car S.A.; Lojas Americanas S.A.; Lojas Renner S.A.; M. Dias Branco S.A. Ind. e Com. de Alimentos; Magazine Luiza S.A.; Marcopolo S.A.; Marfrig Global Foods S.A.; Metalúrgica Gerdau S.A.; Minerva S.A.; MRV Engenharia e Participações S.A.; Multiplan Emp. Imobiliários S.A.; Multiplus S.A.; Natura Cosméticos S.A.; Odontoprev S.A.; Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRAS; Porto Seguro S.A.; QGEP Participações S.A.; Qualicorp S.A.; Raia Drogasil S.A.; Randon S.A. Implementos e Participações; Rumo S.A.; São Martinho S.A.; Ser Educacional S.A.; Smiles Fidelidade S.A.; Sul América S.A.; Suzano Papel e Celulose S.A.; Telefônica Brasil S.A.; Tim Participações S.A.; Totvs S.A.; Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.; Tupy S.A.; Ultrapar Participações S.A.; Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.; Vale S.A.; Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A.; Viavarejo S.A.; e WEG S.A.



Tabela 1 Resultados da pesquisa.

P-value %

Empresas que tiveram p-value menor que 5%, demonstrando que estatisticamente houve um retorno anormal, comprovando a HEM semi-forte

Dia	Alupar	B3	BR Properties	Bradesco	BRF	CESP	Hering	Sanepar	Copel	Ecorodovias	Embraer	Energisa	Engie	Equatorial	Estacio	Eztec	Gol
8	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,84%	0,00%	1,66%	0,00%	0,00%	0,95%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	16,08%	0,00%	1,27%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%	0,00%
6	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	14,52%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,22%	0,00%
5	0,00%	0,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,77%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4	0,00%	0,48%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
1	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,19%	0,00%	0,00%	80,59%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%	0,00%

Dia	Itaúsa	JBS	Kroton	Localiza	Marcopolo	Marfrig	Minerva	Natura	Odontoprev	Rumo	São Martinho	Ser Educacioni	Smiles	Telefonica	T Aliança	Ultrapar	Valid
8	0,00%	0,01%	54,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,51%	0,00%
7	0,00%	0,00%	22,32%	0,00%	0,00%	0,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,27%	0,00%
6	0,00%	0,00%	70,87%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,17%	0,00%	0,05%	0,10%	0,00%	0,00%	17,60%	0,00%
5	0,00%	0,00%	7,37%	0,00%	0,84%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	0,10%	0,39%	0,00%	0,00%	21,05%	0,00%
4	0,00%	0,00%	0,65%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,60%	0,00%	0,01%	2,84%	0,00%	0,00%	10,09%	0,00%
3	0,02%	0,01%	1,36%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	1,73%	0,00%
2	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,21%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	8,00%	0,00%
1	0,27%	0,00%	3,72%	0,00%	0,02%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	1,79%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,28%	0,00%
0	0,33%	0,06%	2,86%	0,00%	1,89%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,98%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%

Empresas que tiveram p-value maior que 5%, demonstrando que estatisticamente não houve retorno anormal.

Dia	AES Tiete	Alianse	Ambev	Banrisul	B2W	Banco do Br	Santander	BB Seguridade	BR Malls	Bradespar	Braskem	CCR	Sabesp	CEMIG	CSN	CSMG	Cosan
8	25,56%	57,44%	96,62%	0,77%	54,81%	57,31%	8,74%	98,35%	34,51%	55,80%	100,00%	CCR	8,06%	98,77%	32,04%	99,94%	100,00%
7	25,56%	60,92%	87,17%	0,40%	77,59%	8,64%	0,06%	98,85%	99,84%	3,02%	100,00%	55,20%	94,46%	8,06%	99,93%	100,00%	100,00%
6	25,56%	84,69%	72,49%	19,30%	92,62%	9,67%	11,15%	96,93%	99,52%	15,28%	99,06%	33,75%	95,48%	11,89%	98,32%	100,00%	100,00%
5	25,56%	53,76%	99,94%	13,09%	100,00%	46,56%	92,42%	92,50%	96,25%	15,10%	95,77%	64,38%	99,97%	24,90%	86,11%	100,00%	100,00%
4	25,56%	48,84%	67,36%	5,46%	100,00%	90,27%	99,97%	65,13%	94,34%	34,64%	95,72%	71,03%	99,90%	32,81%	99,47%	100,00%	100,00%
3	25,56%	49,96%	27,04%	2,62%	100,00%	99,84%	99,97%	46,39%	99,36%	26,10%	78,67%	81,42%	99,72%	50,07%	99,99%	100,00%	100,00%
2	25,56%	94,61%	87,71%	6,28%	100,00%	99,53%	100,00%	38,01%	99,16%	15,02%	87,48%	46,29%	99,45%	62,78%	99,98%	100,00%	99,34%
1	25,56%	92,06%	92,29%	25,39%	100,00%	99,12%	100,00%	93,67%	88,43%	90,43%	99,63%	65,89%	99,98%	82,19%	99,99%	100,00%	99,92%
0	25,56%	98,02%	91,76%	30,97%	100,00%	74,22%	99,48%	99,60%	5,91%	89,23%	99,96%	32,20%	99,99%	93,96%	99,98%	100,00%	100,00%

Dia	CPFL	CVC	Cyrela	EDP	Eletropar	Fibra	Gafisa	Gerdau	Grendene	Hypermarcas	Iguatemi	lochpe	Light	Lojas Americ	Lojas Renner	MDias	MagLuiza
8	90,67%	12,61%	97,52%	48,65%	44,80%	90,77%	99,99%	61,65%	68,34%	0,04%	66,67%	0,00%	99,79%	0,35%	3,51%	99,82%	100,00%
7	96,48%	29,25%	96,41%	99,94%	47,73%	99,91%	100,00%	70,75%	11,70%	12,44%	96,86%	0,01%	97,96%	0,53%	0,01%	99,55%	100,00%
6	95,79%	55,15%	93,37%	99,42%	46,83%	99,74%	100,00%	0,36%	26,49%	37,96%	94,59%	2,50%	98,91%	18,12%	16,18%	98,72%	100,00%
5	88,22%	12,28%	91,56%	99,56%	44,92%	91,93%	100,00%	0,39%	25,15%	83,43%	99,38%	85,28%	99,72%	28,12%	0,76%	96,05%	100,00%
4	96,88%	76,35%	98,95%	99,70%	58,97%	52,63%	100,00%	1,43%	65,09%	68,69%	99,90%	91,62%	99,95%	76,42%	0,25%	86,24%	100,00%
3	87,90%	86,27%	98,30%	99,96%	64,06%	36,91%	100,00%	10,81%	72,19%	72,88%	99,68%	99,65%	99,94%	76,78%	7,39%	98,88%	100,00%
2	83,41%	81,86%	99,13%	99,99%	68,70%	14,01%	100,00%	38,37%	61,17%	65,41%	99,62%	100,00%	99,17%	87,97%	61,30%	95,94%	100,00%
1	95,58%	74,69%	100,00%	100,00%	5,10%	28,81%	100,00%	10,59%	99,44%	59,98%	51,39%	100,00%	89,93%	61,96%	91,27%	96,67%	99,99%
0	99,90%	51,91%	100,00%	99,96%	19,60%	12,60%	100,00%	21,77%	99,92%	22,92%	14,08%	100,00%	56,05%	35,11%	83,61%	87,32%	99,98%

Dia	MetGerdau	MRV	Multipian	Multipius	Petrobras	Porto Seguro	QGEF	Qualicorp	Random	Sulamerica	Suzano	Usinas Sid	MG Vale	Via Varejo	WEG
8	99,97%	23,07%	22,45%	0,02%	100,00%	25,05%	99,59%	16,59%	0,11%	75,86%	100,00%	100,00%	100,00%	27,75%	96,98%
7	97,63%	9,91%	30,68%	0,07%	100,00%	11,99%	59,83%	16,58%	0,77%	69,82%	100,00%	100,00%	100,00%	46,79%	78,12%
6	10,94%	6,25%	72,72%	0,14%	100,00%	43,40%	87,10%	13,51%	16,28%	63,81%	100,00%	100,00%	100,00%	79,70%	57,78%
5	30,90%	20,04%	17,47%	0,54%	100,00%	71,14%	57,41%	12,32%	16,25%	57,57%	100,00%	100,00%	100,00%	56,23%	56,60%
4	1,39%	31,72%	80,75%	0,71%	100,00%	36,97%	59,20%	9,75%	48,36%	99,86%	100,00%	100,00%	100,00%	60,26%	45,24%
3	1,83%	25,53%	99,43%	0,63%	100,00%	66,39%	47,16%	4,80%	40,73%	96,69%	100,00%	100,00%	100,00%	58,71%	77,94%
2	10,27%	27,08%	99,84%	0,31%	100,00%	15,13%	93,78%	11,26%	57,41%	33,47%	85,18%	100,00%	99,99%	15,45%	84,60%
1	37,59%	58,82%	97,23%	0,19%	100,00%	0,01%	95,02%	10,38%	51,59%	100,00%	99,04%	100,00%	100,00%	5,13%	99,59%
0	80,45%	19,69%	14,01%	0,04%	99,91%	0,09%	99,37%	30,40%	30,29%	100,00%	95,24%	100,00%	100,00%	14,35%	99,90%

Empresas que tiveram p-value maior que 5% nos primeiros dias, mas com após alguns dias houve um efeito postergado

Dia	Cielo	CBD	CTEEP	Duratex	Eletropaulo	Fleury	ItauUnibanco	Klabim	RaiaDrogasil	Tim	TOTVS	Tupy
8	100,00%	0,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,52%	0,00%	6,08%	0,00%	0,48%	59,61%	0,02%
7	99,99%	0,63%	0,00%	0,00%	0,00%	1,89%	0,00%	4,65%	0,00%	0,00%	50,21%	0,00%
6	42,76%	0,96%	0,00%	0,00%	0,00%	3,93%	0,05%	3,21%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%
5	1,10%	1,53%	0,00%	0,00%	0,00%	0,32%	0,01%	1,63%	0,01%	0,00%	9,45%	0,00%
4	0,03%	2,41%	0,00%	0,00%	0,00%	5,11%	16,51%	0,16%	0,16%	0,00%	0,52%	0,00%
3	1,47%	2,84%	0,01%	0,00%	0,00%	0,78%	14,27%	0,21%	1,74%	0,00%	0,30%	0,13%
2	0,05%	3,75%	0,02%	1,69%	0,45%	2,45%	59,99%	2,30%	81,12%	0,00%	0,01%	22,26%
1	9,35%	5,46%	34,88%	0,03%	6,63%	62,45%	98,52%	14,47%	83,56%	0,00%	0,00%	99,18%
0	13,62%	7,51%	23,31%	6,33%	14,13%	89,43%	71,80%	13,88%	11,38%	7,03%	28,56%	100,00%

Fonte: elaborada pelos autores.



Conforme Tabela 1, observa-se que das 95 empresas, 34 tiveram *p-value* menor que 5%, demonstrando que estatisticamente podem existir indícios de um retorno anormal, o que comprovaria a HEM semiforte. Quarenta e oito empresas tiveram *p-value* maior que 5%, demonstrando que estatisticamente não houve retorno anormal. Treze empresas que tiveram *p-value* maior que 5% nos primeiros dias, após alguns dias, verificou-se um efeito postergado.

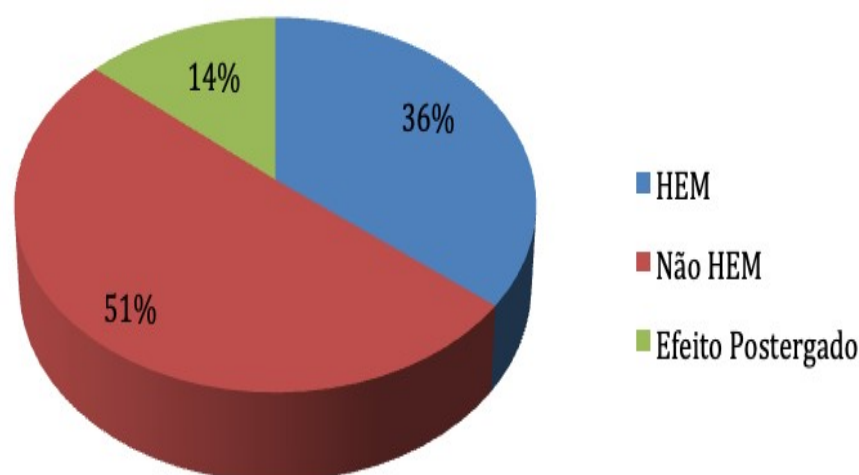


Figura 2

Resultado da pesquisa por percentual de empresas.

Fonte: elaborada pelos autores.

A maior parte das empresas selecionadas, ou seja, 51%, não teve estatisticamente um efeito no retorno das ações por conta da divulgação do Informe de Governança Corporativa.

As empresas Banrisul, Bradespar, Gerdau, Hypermarchas, Iochpe, Lojas Renner, Metalúrgica Gerdau, Porto Seguro e Randon tiveram em menos de 3 dos 8 dias após o evento, um *p-value* maior que 5%, dessa forma, foi considerado, não estatisticamente significativo.

Com relação ao grupo das empresas que somaram 36%, corroborando a hipótese de eficiência do mercado, destacamos a seguir algumas empresas com suas exceções.

A empresa BRF apresentou um retorno anormal, exceto nos dias 6 e 7, mesmo assim foi considerada dentro deste grupo porque houve, no dia 6 (12/11/2018), um comunicado ao mercado de incorporação da SHB.

A Estácio também apresentou um retorno anormal, exceto no dia 6 (08/11/2018), por conta da divulgação do resultado do terceiro trimestre.

A Kroton, por conta de um fato relevante referente à oferta pública de ações da Somos, teve retorno normal nos dias 6, 7 e 8 (09, 12 e 13/11/2018), mas até o dia 5 houve um retorno anormal, fazendo que a classificássemos neste grupo.

Por fim, a empresa Transmissora Aliança (TAESA) apresentou, assim como as empresas citadas anteriormente, um retorno anormal, evidenciando a hipótese de mercado eficiente, exceto nos dias 4, 5 e 6 (7, 8 e 9/11/2018) por conta de um comunicado ao mercado referente à redução de capital e de participação relevante.

O último grupo contempla 13 empresas que tiveram um efeito postergado do retorno anormal, sugerindo que levou um tempo para o mercado absorver tal informação. Houve dias com retorno normal, havendo exceções e outras variáveis que interferiram, tais como a divulgação de fatos relevantes dentro do contexto político ou econômico envolvendo as empresas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A interação entre as entidades do mercado de capitais parte da constatação de que o regulador, por limitações orçamentárias e de pessoal, não é capaz de prover orientação, normatização e fiscalização de todos os agentes que atuam no mercado financeiro.

A International Organization of Securities Comissions (IOSCO) determina que os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários são a proteção dos investidores, a criação e manutenção de mercados justos, eficientes e transparentes e a redução do risco sistêmico.

Um ambiente como o defendido pela IOSCO promove, em grande medida, o desenvolvimento econômico dos países. No Brasil, no âmbito da regulação e fiscalização, existem os órgãos normativos e de supervisão. Compõem ainda o SFN do Brasil as entidades



de operação e de autorregulação. Por entidades de autorregulação pode-se citar Abrasca, Apimec, Ibri, Codim, Amec, Anbima, Ibef, Anefac, Febraban, IBGC, IIRC, Abvcap etc.

Em novembro de 2016 foi aprovado o Código Brasileiro de Governança Corporativa, trabalho desenvolvido pelo GT Interagentes. Em junho de 2017, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) incorpora o documento ao seu conjunto de normas (ICVM 586). Sendo um dos maiores avanços do mercado de capitais brasileiro, essa instrução foca na melhoria da governança como um todo e, além disso, como esses processos devem se conectar à prestação de contas.

O objetivo deste artigo foi identificar se houve impacto no retorno da ação das empresas que divulgaram o informe de governança baseado no código brasileiro de governança corporativa.

De acordo com Forti, Peixoti e Santiago (2009), estudos realizados sobre o mercado brasileiro de ações tornam possível identificar que ele não é plenamente eficiente, o que corrobora o resultado deste trabalho.

Verificou-se que houve impactos no retorno das ações pós-divulgação de fatos relevantes, interferindo no resultado da pesquisa, por estarem em datas próximas. A contribuição deste artigo está em relacionar um dos principais avanços do mercado de capitais brasileiro, no campo da governança corporativa, com o retorno das ações das empresas mais líquidas da B3. Outra relevante contribuição é que este artigo cobre o universo de empresas que divulgaram o informe no primeiro ano.

Uma possibilidade para trabalhos futuros seria não apenas identificar se determinado mercado é ou não eficiente, mas entender também seu grau de eficiência.

REFERÊNCIAS

Alberton, A.; Moletta, A. M. C.; & Marcon, R. (2011). Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa Blindam as Firms Contra Crises Financeiras? Uma Análise da Crise Financeira de 2008. *Pensar Contábil*, 13(51), 56-64. Recuperado de <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/965/903>



- Aldrighi, D. M.; & Postali, F. A. S. (2011). *Propriedade piramidal das empresas no Brasil*. *Revista Economia*, 12(1), 27-48. Recuperado de http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27_48.pdf
- Arruda, G. S.; Madruga, S. R.; & Freitas Junior, N. I. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, 1(1), 71-84. Recuperado de <https://periodicos.ufsm.br/reaufsm/article/view/570>
- Barontini, R.; & Bozzi, S. (2010). *CEO compensation and performance in family firms*. *Social Science Research Network, Working Paper*. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/228293506_CEO_Compensation_and_Performance_in_Family_Firms
- Berle, A. A.; & Means, G. C. (1932). *The modern corporation & private property*. Hartcourt: Brace & World.
- Bortolon, P. M. (2010). *Determinantes e consequências das decisões de estrutura de propriedade: estrutura piramidal e unificação de ações* (Tese de Doutorado em Administração – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro). Recuperado de <https://www.coppead.ufrj.br/pt/publicacao/determinantes-e-consequencias-das-decisoes-de-estrutura-de-propriedade-estrutura-piramidal-e-unificacao-de-acoes/>
- Calabro, L. F. A. (2010). *Teoria palco-plateia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa* (Tese de Doutorado em Direito – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo). Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-111452/pt-br.php>
- Camargos, M. A.; & Barbosa F. V. (2006). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração*, 41(1), 43-58. Recuperado de <https://pdfs.semanticscholar.org/f4dc/e69f271f7fd1679dcab24f0d78621e6031a4.pdf>
- Camargos, M. A.; & Barbosa F. V. (2015). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições. *Production*, 25(3), 571-584. Recuperado de <http://www.scielo.br/pdf/prod/2015nahead/0103-6513-prod-0148T6.pdf>
- Campbell, J. Y. (1990). A variance decomposition for stock returns. National Bureau of Economic Research, *Working Paper n. 3246*, Available at SSRN 249503. Recuperado de https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3207695/campbell_variancedecomposition.pdf?sequence%3D2
- Cao, J.; Pan, X.; & Tian, G. (2011). Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: Evidence from China's listed firms. *Journal of Corporate Finance*, (17), 541-554. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119911000149>
- Comissão De Valores Mobiliários. (2018). *Instrução CVM 586*. Recuperado em 4 nov. 2018 de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst586.html>



- Comissão De Valores Mobiliários. (2018). *Ofício Circular N° 6*. Recuperado em 19 nov. de <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180803-1.html>
- Ding, L.; Lam, H. K. S., Cheng, T. C. E., & Zhou, H. (2018). A review of short-term event studies in operations and supply chain management. *International Journal of Production Economics*, 200, 329-342. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0925527318301610>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. Recuperado de https://www.jstor.org/stable/258191?seq=1#metadata_info_tab_contents
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. Recuperado de <http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf>
- Famá, R.; Cioffi, P. L. M.; & Coelho, P. A. R. (2008). Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. *Revista de Gestão USP*, 15(2), 65-78. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/5259/contexto-das-financas-comportamentais--anomalias-e-eficiencia-do-mercado-de-capitais-brasileiro>
- Forti, C. A. B.; Peixoti, F. M.; & Santiago, W. P. (2009). Hipótese da Eficiência de Mercado: um Estudo Exploratório no Mercado de Capitais Brasileiro. *Gestão & Regionalidade*, 25(75), set-dez. Recuperado de https://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/view/188
- Haensel, T. (2014). *A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro* (Tese de Mestrado em Direito – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo). Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-04032015-083153/en.php>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X7690026X>
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/2937665?seq=1>
- Jiang, H. (2008). *Ownership concentration and CEO compensation pay-for-performance sensitivity in New Zealand*. Queensland University of Technology. Recuperado de https://www.academia.edu/16938633/Ownership_concentration_and_CEO_compensation_pay-for_performance_sensitivity_in_New_Zealand
- Konchitchki, Y., & O'leary, D. E. (2011). Event study methodologies in information systems research. *International Journal of Accounting Information Systems*, 12(2), 99-115.



- Landsman, W. R., & Maydew, E. L. (2001). *Beaver (1968) revisited: has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?* University of North Carolina, Available at SSRN 204068, may 2001. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204068
- Mackinlay, A. C. (1977). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/2729691?seq=1>
- Martin, K. D., Borah, A., & Palmatier, R. W. (2017). Data privacy: effects on customer and firm performance. *Journal of Marketing*, 81(1), 36-58. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/305822708_Data_Privacy_Effects_on_Customers_and_Firm_Performance
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, 64(4), 1.697-1.727. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x>
- Odendaal, G. R. (2014). The impact of earnings announcements on stock prices: an event study for the London Stock Exchange. *European Business School London*, Available at SSRN 2674594, April. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2674594
- Okimura, R. T., Silveira, A. D., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), 119-135. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/31027/estrutura-de-propriedade-e-desempenho-corporativo-no-brasil>
- Pitta, G. A. (2013). *As funções da informação no mercado de valores mobiliários: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras* (Dissertação de Mestrado – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo). Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11082014-082203/pt-br.php>
- Ruiz, R. S. G., Aké, S. C., & Martínez, F. V. (2014). Una medida de eficiencia de mercado. *Contaduría y Administración*, 59(4), 137-166. Recuperado de <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/view/89>
- Santos, J. O., Gomes, K. T. G., Viana, R. B. de C., & Araes, T. G. F. (2011). Análise do impacto de eventos sistêmicos inesperados sobre o preço das ações ordinárias de empresas automotivas japonesas e americanas – Um estudo de caso considerando o recente terremoto no Japão. In *Seminários em Administração PPGA/FEA/USP: SEMEAD – Ensino e Pesquisa em Administração*, 14, 201. Recuperado de <http://sistema.semead.com.br/14semead/resultado/trabalhosPDF/40.pdf>
- Segatto-Mendes, A. P. (2001). *Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade – empresa* (Tese de



- Doutorado em Administração – Universidade de São Paulo, São Paulo). Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-24012002-114443/pt-br.php>
- Silva, A. L. C. (2006). *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo, SP: Saraiva.
- Silva, F. M. (2015). Especulação no Mercado Futuro de Commodities Agrícolas e o Papel da Regulação Governamental e da Autorregulação da BM&FBOVESPA. *Revista de Direito Setorial e Regulatório*, 1(1). Recuperado de <https://periodicos.unb.br/index.php/rdsr/article/view/19324>
- Silveira, A. D., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2004). Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In *Seminários em Administração*, 7, 2004, São Paulo. Anais. São Paulo: FEA-USP. Recuperado de <https://seer.ufrgs.br/read/article/view/39338>
- Silveira, A. D. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil* (Tese de Doutorado em Administração – Universidade de São Paulo, São Paulo). Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>
- Souza, I. B. (2012). *Eficiência em estruturas de propriedade concentradas e compensação de executivos: novas evidências para o Brasil* (Tese de Doutorado em Administração – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre). Recuperado de <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/39527>

