

MARKET-TO-BOOK: UMA AVALIAÇÃO DAS COMPANHIAS LISTADAS NOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS DA BM&FBOVESPA**MARKET-TO-BOOK: AN EVALUATION OF THE LISTED COMPANIES IN DIFFERENTIATED SEGMENTS OF THE BM&FBOVESPA****Evemilia Sousa**

Mestranda do Programa de pós-graduação em Administração da UFPB – PPGA/ UFPB
Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
e-mail: evemilia@msn.com

Resumo:

Este artigo verificou se houve mudanças significativas no valor de mercado das empresas que aderiram aos segmentos diferenciados de governança corporativa N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA. A amostra é composta por 23 empresas, das quais, 9 aderiram aos segmentos N1, N2 e 14 ao Novo Mercado, durante o período de 2001 a 2011. Os dados necessários para a pesquisa foram coletados do banco de dados economatica e das demonstrações financeiras das empresas disponibilizadas no site da BM&FBOVESPA. Para mensurar o valor de mercado das companhias foi calculado o índice market-to-book para o intervalo de cinco anos anteriores e posteriores à adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Em seguida, utilizou-se a técnica da análise de variância (ANOVA) para verificar se existia ou não diferença significativa entre as médias do índice market-to-book anterior à adesão em relação ao período posterior à adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa. Os resultados indicaram que a adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA não ocasionou impactos significativos no valor de mercado dessas empresas que optaram pela adesão. Verificou-se que a média do índice market-to-book anterior à adesão aos segmentos diferenciados foi de 2,09% e a posterior 2,78%, portanto, estatisticamente consideradas iguais.

Palavras-chave: Market-to-Book. Governança Corporativa. BM&FBOVESPA.

Abstract:

This article examined whether there were significant changes in the market value of the firms that adhering to the segments differentiated of corporate governance N1, N2 e New Market the BM&FBOVESPA. The sample is composed by 23 companies, of the which 9 acceded to segments N1, N2 and 14 to the New Market, during the period 2001 to 2011. The data necessary for the study were collected of the database economatica and of the financial statements of the companies available in the site on the BM&FBOVESPA. To measure the market-value of the companies was calculated the market-to-book index for the interval of five years before and later the accession to the segments differentiated corporate governance of the BM&FBOVESPA. Then, was used the technical on the analysis of variance (THE NEW) to verify whether there was or not difference significant between the averages of the index market-to-book before accession in relation the period later the accession to the differentiated segments of corporate governance. The results indicated that the accession of

the companies to levels differentiated of corporate governance of the BM & FBOVESPA caused not impacts significant on market value these companies that have opted by accession. It was found that the average of the market-to-book index before to accession to the segments differentiated was of 2,09% and 2,78% later, therefore, statistically considered equal.

Keywords: Market-to-Book. Corporate Governance. BM&FBOVESPA.

1 Introdução

Acredita-se que a implantação das boas práticas de governança está associada ao desenvolvimento de melhores estruturas das corporações e à busca de uma melhor dinâmica no seu funcionamento, o que provavelmente possibilitará aumento de eficiência, queda de riscos e, por consequência, uma melhor avaliação das empresas pelo mercado e investidores.

As boas práticas de Governança Corporativa começaram a ser implantadas pelas empresas brasileiras no ano de 1999, quando foi publicado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa do Brasil pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG), órgão responsável pelo desenvolvimento e disseminação de tais práticas. Posteriormente, no ano de 2001, foi reformulada a Lei n. 6.404 (BRASIL, 1976), Lei das Sociedades Anônimas, e no ano de 2002 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários com poderes de aplicar punições àqueles que descumprem as regras estabelecidas, editou sua primeira cartilha.

Outra contribuição importante às práticas de Governança Corporativa partiu da BM&FBOVESPA, que em 11 de novembro de 2000, criou segmentos especiais de listagem de Governança Corporativa. Além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de Governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O lançamento destes segmentos teve o propósito de estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas listadas.

Para o IBGC, Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. A finalidade da Governança Corporativa é otimizar o desempenho de uma empresa ao proteger as partes interessadas, facilitar o acesso das empresas ao capital e contribuir para a longevidade das empresas. Nesse sentido, as boas práticas de governança aplicadas as empresas que negociam no mercado de capitais poderiam ocasionar impactos na avaliação que o mercado faz das companhias, no desempenho econômico-financeiro, permitir o aprimoramento do processo de decisão, proporcionar o aperfeiçoamento dos controles e ainda gerar maior eficiência gerencial. Diante disso, questiona-se: quais mudanças ocorreram no valor de mercado das empresas após a adesão aos segmentos de listagem N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA? A partir deste questionamento formulou-se a seguinte hipótese:

H1: O valor de mercado das empresas após a adesão aos segmentos de listagem N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA, em média, é igual ao valor de mercado anterior à adesão.

O objetivo da presente pesquisa é verificar se houve mudanças significativas no valor de mercado das empresas após a adesão aos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA. Entende-se que os segmentos diferenciados de Governança Corporativa N1, N2 e Novo Mercado, implantados pela BM&FBOVESPA no ano de 2000, foram importantes para o fortalecimento das empresas que atuam no mercado de capitais brasileiro. Dessa forma a pesquisa justifica-se pela relevância de investigar quais impactos foram ocasionados no valor

de mercado das empresas que aderiram aos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e também pelas contribuições ao conhecimento acadêmico, pois, de acordo com Silveira, Barros e Famá (2006), ainda não existe um arcabouço teórico ou evidências empíricas conclusivas a respeito do impacto dos mecanismos de governança no desempenho corporativo e de como esses mecanismos se relacionam.

Este estudo é composto das seguintes seções: a primeira refere-se a presente introdução; a segunda corresponde a revisão da literatura que buscou as teorias que dão suporte ao tema em estudo como teorias sobre o índice *market-to-book* e governança corporativa; a terceira seção contém os procedimentos metodológicos, definições da amostra e método utilizado; a quarta seção é composta pela apresentação e análise dos resultados do estudo; a quinta apresenta as conclusões e a sexta e última seção refere-se às referências.

2 Revisão da Literatura

Nesta pesquisa a revisão da literatura está dividida em duas seções. A primeira aborda o índice *market-to-book* como ponto de partida para as discussões do trabalho. A segunda seção apresenta a governança corporativa e destaca alguns estudos que examinaram o desempenho das companhias após a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa.

2.1 Índice *Market-to-book*

Na teoria relacionada a finanças corporativas o índice *market-to-book* é considerado um indicador que mede as oportunidades de crescimento das empresas, sendo mensurado através da divisão entre o valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido (*book value*). Os estudiosos desta área de conhecimento observaram que existe uma relação positiva entre o índice *market-to-book* e as perspectivas de desempenho financeiro das empresas, pois algumas firmas podem ter este índice muito superior ao valor reconhecido na contabilidade e outras o inverso, ou seja, valerem menos do que está reconhecido na contabilidade.

Sendo assim, na análise do índice *market-to-book* tem-se a possibilidade de obter dois resultados distintos. O primeiro é obter um valor maior do que uma unidade (maior que 1) evidenciando que o mercado reconhece que determinada empresa tem um valor maior do que está registrado nas suas demonstrações contábeis, ou seja, o mercado está reconhecendo algo que não está sendo reconhecido pela contabilidade de maneira completa. Quanto ao segundo resultado ocorre quando a razão é menor que uma unidade (menor que 1) significando que o mercado não está reconhecendo os valores expressos nas demonstrações contábeis da empresa.

De acordo com Santanna, Teixeira e Louzada (2003), o índice *market-to-book* é a razão entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor patrimonial (valor de livro), e expressa a valorização da empresa em relação aos seus dados contábeis. Quando esta relação é maior do que a unidade, significa que o mercado reconhece que determinada empresa vale mais do que está registrado nos seus valores de livro, ou seja, o mercado está valorizando algo que não está sendo registrado e captado pela contabilidade ou que está sendo registrado e captado de forma incompleta. Já quando esta razão é menor que a unidade, significa que o mercado não está reconhecendo valores (ou parcela dos mesmos) que a contabilidade está registrando em seus livros.

Conforme Gilio (2010), essa diferença ocorre principalmente por causa de três elementos: investimentos em marcas, pois grande parte é contabilizada como despesa; investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), contabilizados como ativo ou como despesa; e investimento em capital humano. Esses elementos não capturados pela contabilidade, somados ao *goodwill*, geram valor para a empresa e são muito valorizados pelo

mercado. Assim, a diferença entre valor de mercado e valor contábil tem crescido a cada dia devido a diversas variáveis que a contabilidade ainda não consegue captar, geralmente por dificuldades de identificação, definição ou mensuração. Neste contexto, a expectativa dos agentes participantes do mercado para o índice *market-to-book*, é de prospectar bons resultados para uma empresa no longo prazo, já que esse índice captura as oportunidades de crescimento futuras das empresas.

Cunha (2006) argumenta que valor de mercado é o valor que os investidores do mercado acionário estão dispostos a pagar em negociação nas bolsas de valores. De acordo com Matucheski e Almeida (2006) esse valor é obtido pela multiplicação do valor unitário de suas ações pela quantidade total de ações que compõem o capital social das mesmas. Quanto ao valor contábil, Moreira, Cunha e Ramalho (2004) explicam que é o valor da empresa com base no patrimônio líquido que, pela identidade contábil fundamental, é obtido pela diferença entre o ativo e passivo.

Chen e Zhao (2006) investigaram diversas situações em que o índice *market-to-book* compromete variáveis financeiras das empresas e as decisões dos executivos, como exemplo, captação de financiamento, emissão de ações e debêntures e falência. Os resultados obtidos indicaram que as firmas com alto índice *market-to-book* são mais propensas à emissão de ações para captar recursos, pois conseguem menor custo de capital por meio de financiamento externo.

Almeida, Lopes e Corrar (2011) analisaram o índice *market-to-book* utilizado no mercado de capitais como medida que captura as oportunidades de crescimento das empresas. Mais precisamente, os autores buscaram analisar se as firmas com índice *market-to-book* maior que 1 possuem mais incentivos para gerenciarem seus resultados do que as firmas com *market-to-book* menor que 1, para sustentar a expectativa do mercado. A amostra foi composta por um total de 931 observações correspondente ao período de 1998 até 2005, sendo 552 observações de empresas com *market-to-book* menor que 1 e 379 observações de empresas com *market-to-book* maior que 1 e os *accruals* discricionários foram utilizados como *proxy* para o gerenciamento de resultados. Os testes estatísticos indicam que as firmas com *market-to-book* entre 0 e 1, e principalmente, acima de 1 possuem relação positiva e maior grau no teste de média com os *accruals* discricionários do que os demais grupos de firmas. Dessa forma, as firmas com *market-to-book* maior que 1 possuem incentivos do mercado para gerenciar os resultados.

2.2 Governança Corporativa

De acordo com o IBCG, a origem da boa governança surgiu na primeira metade dos anos 90, iniciada primeiramente nos Estados Unidos e depois expandiu para o Reino Unido, Alemanha e Japão, quando os acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem dos excessos da diretoria executiva das empresas, da inércia de conselhos de administração e das omissões das auditorias externas. No Brasil, os conselheiros profissionais e independentes surgiram em resposta ao movimento pelas boas práticas de governança corporativa e da necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado. O fenômeno foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia, que resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo.

Para o IBCG, a empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota os princípios da transparência, da prestação de contas, da equidade e da responsabilidade corporativa. Para atingir tais objetivos, o conselho de administração deve exercer um papel fundamental, estabelecendo estratégias para a empresa, elegendo e destituindo o principal

executivo, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo a auditoria independente.

Conforme Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa deve ser entendida como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos asseguram-se de obter um retorno sobre seu investimento. Sendo que, o conjunto de mecanismos são as instituições econômicas e legais que proporcionaram garantias para os fornecedores de recursos (credores e acionistas) contra a expropriação por parte dos gestores e acionistas controladores.

Com o intuito de estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas, a BM&FBOVESPA no ano de 2000, lançou segmentos especiais de listagem para as empresas com regras rígidas de governança corporativa. Foram criados níveis diferenciados de governança corporativa para os quais as empresas listadas na BM&FBOVESPA podem aderir voluntariamente. Os segmentos criados foram N1, N2 e Novo Mercado conforme descrição abaixo:

Nível 1 – para as companhias listadas neste nível a exigência é que devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, é necessário divulgar informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos. O free float mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a companhia se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (BM&FBOVESPA, 2014).

Nível 2 – as empresas que aderirem para este segmento devem aceitar e cumprir todas as exigências previstas no regulamento do Novo Mercado, porém com algumas exceções, tais como: as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN); no caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de tag along de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador; as ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas (BM&FBOVESPA, 2014).

Novo Mercado – estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativo altamente diferenciado e tornou-se o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. Na última década, o Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente (BM&FBOVESPA, 2014).

Black, Jang e Kim (2006) construíram um indicador como aproximação para a qualidade das práticas de governança corporativa de 525 empresas sul coreanas incluindo aspectos relacionados aos direitos dos acionistas, a estrutura do conselho de administração e a transparência na divulgação de informações. Os autores utilizaram regressões por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E) e Mínimos Quadrados em Três Estágios (MQ3E). Os resultados indicaram que a governança corporativa é capaz de explicar o valor de mercado das empresas.

Tavares (2006) verificou se houve mudança significativa na rentabilidade e no valor de mercado das companhias após adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, Novo Mercado, N2 e N1. As variáveis analisadas foram o ROA, ROE e Valor Total de Mercado da Empresa (TQ). Os resultados indicaram que, quando analisadas em conjunto, existe uma mudança significativa e positiva nessas três variáveis após

a adesão. No entanto, quando analisadas individualmente, 63,64%, dos casos convergiam para a aceitação da hipótese de que houve mudança significativa positiva no valor da empresa, entretanto, para o ROA e ROE apenas, 27,27% e 31,82% dos casos individuais foram convergentes com a análise em conjunta, respectivamente.

Fernandes, Dias e Cunha (2010) examinaram se houve mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2007. Os autores usaram uma amostra de quarenta empresas e calcularam os indicadores financeiros (ROA e ROE) e o indicador de valor total da companhia (*Proxy Tobin's Q*). Os resultados apontaram que, estatisticamente, não houve mudanças no desempenho e no valor de mercado das companhias após a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Marques (2011) analisou o impacto das práticas de governança corporativa na rentabilidade e na avaliação de mercado de empresas brasileiras de capital aberto no período de 2007 a 2010. O autor testou o impacto da listagem das ações do segmento Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Os resultados indicaram que: 1) a listagem no Novo Mercado não traz ganhos automáticos para as empresas; 2) quanto mais relevante a participação de ações ON no capital e quanto maior o percentual de membros independentes no conselho de administração maiores são os impactos positivos para a companhia, como exemplo, uma melhor avaliação de mercado das companhias; 3) observou-se que a presença do CEO no conselho de administração traz impacto negativo para a avaliação das companhias.

Catapan, Colauto e Barros (2013) investigaram o efeito da governança corporativa sobre variáveis de desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto para o período de 2008, 2009 e 2010. Para mensurar o desempenho foram selecionados os indicadores Retorno Operacional sobre os Ativos (ROA), o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA) e uma variável de mercado representada pelo Q de Tobin. Adicionalmente, como variáveis de controle, foram incluídas as variáveis alavancagem e tamanho. Os resultados indicaram que, estatisticamente, não é significativo o efeito do índice de governança corporativa sobre todas as variáveis de desempenho.

3 Metodologia

Nesta pesquisa utilizou-se uma abordagem positiva e a forma de investigação foi a descritiva. Gil (2007) afirma que esse tipo de estudo tem como principal objetivo descrever as características de determinada população, ou fenômeno, ou estabelecer relações entre as variáveis. Assim, a metodologia desta pesquisa está dividida em duas seções: a primeira trata da composição da amostra e coleta de dados; e a segunda seção aborda o método da Análise da Variância (ANOVA).

3.1 Composição da Amostra e Coleta de Dados

A população é composta de empresas brasileiras não financeiras que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA e que aderiram aos segmentos de listagem de governança corporativa durante o período de 2001 a 2011. A não inclusão das instituições financeiras deve-se à dificuldade do cálculo dos indicadores de rentabilidade e de valor de mercado das empresas financeiras, e também, pela inviabilidade em comparar os indicadores das empresas financeiras com os indicadores de empresas de outros setores não financeiros, constituindo-se assim, uma limitação metodológica da pesquisa.

A escolha do período base para análise ocorreu de forma não probabilista, entretanto, levou-se em consideração o ano de 2000, no qual foi criada as normas diferenciadas de governança corporativa para empresas (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), bem como a

acessibilidade aos dados para analisar cinco anos anteriores e posteriores à adesão aos segmentos diferenciados. A Tabela 1 evidencia a evolução das adesões e os respectivos anos que compõem a amostra.

Tabela 1 – Distribuição das quantidades de empresas que aderiram aos segmentos de listagem que compõem a amostra

ANOS	2001	2002	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
Quantidade	2	3	1	4	2	2	4	1	3	1	23

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

A seleção da amostra ocorreu através das seguintes etapas:

- do conjunto das empresas que aderiram aos segmentos de listagem no período de 2001 a 2011, selecionou-se apenas aquelas empresas que possuíam dados disponíveis dos cinco anos anteriores e posteriores à adesão;
- dentre as empresas selecionadas, não foram incluídas as empresas financeiras, seguros e fundos devido a inviabilidade em comparar os indicadores das empresas financeiras, seguros e fundos com os indicadores das empresas de outros setores econômicos não financeiros;
- identificou-se, para cada empresa, o setor NAICS (*North American Industry Classification System*), disponibilizado no economatica.

Para o conjunto de empresas que faz parte da amostra foi identificado no site da BM&FBOVESPA os segmentos de listagem aos quais as empresas aderiram e o setor econômico pertencente. Quanto às informações para o cálculo do índice *market-to-book* dos períodos anteriores e posteriores à adesão foram coletadas no banco de dados economatica e nas demonstrações financeiras das empresas disponibilizadas no site da BM&FBOVESPA.

A amostra final presente neste estudo totalizou 23 empresas, das quais 9 aderiram ao segmento N1 e 14 aderiram ao segmento Novo Mercado. Os setores estão representados significativamente, uma vez que a amostra possui empresas de vários setores econômicos, tais como: Alimentos e Bebidas; Máquinas Industriais; Têxtil; Água e Saneamento; Construção; Minerais não Metálicos; Veículos e Peças; Química; Energia Elétrica, Exploração de Imóveis; Siderurgia e Metalurgia; Serviços Educacionais; Papel e Celulose; Serviços de Transporte; Comércio; Telecomunicações e Tecnologia da Informação. A Tabela 2 possui o detalhamento do quantitativo das empresas por setores econômicos.

Tabela 2 – Setores Econômicos das empresas que compõem a amostra

Setores Econômicos	Quantidade
Alimentos e Bebidas	1
Máquinas Industriais	2
Têxtil	1
Água e Saneamento	1
Construção	1
Minerais não Metálicos	2
Veículos e Peças	2
Química	1
Energia Elétrica	2
Exploração de Imóveis	1
Siderurgia e Metalurgia	1
Serviços Educacionais	2
Papel e Celulose	2

Serviços de Transporte	1
Comércio	1
Telecomunicações	1
Tecnologia da Informação	1
Total	23

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Para coletar as informações necessárias para o estudo, foi necessário realizar os seguintes passos:

- Para cada empresa, obteve-se o índice *market-to-book* (MB) calculado através da razão M/B (valor de mercado/ valor do patrimônio líquido) correspondente ao final dos cinco anos anteriores e cinco anos posteriores a realização da adesão. Para algumas empresas adotou-se um período inferior aos cinco anos, devido à indisponibilidade de dados. O uso do índice *market-to-book* (MB) neste estudo justifica-se pelo fato de ser muito utilizado no mercado financeiro para avaliação de investimentos. A variável em estudo enquadra-se na análise fundamentalista que é um conjunto de técnicas que tem por objetivo principal a precificação das empresas, e especificamente no caso das empresas de capital aberto, também a precificação de suas ações. As premissas da metodologia fundamentalista são baseadas na análise de dados econômico-financeiros que possibilitam projeções futuras para uma determinada empresa.
- Para cada empresa, calculou-se a média do índice *market-to-book* dos cinco anos anteriores e posteriores a adesão.
- Posteriormente, calculou-se a estatística descritiva e aplicou-se o teste da análise de variância para a média do índice *market-to-book* das empresas que compõem a amostra.

3.2 Análise da Variância (ANOVA)

A análise da variância é um método estatístico utilizado para descobrir se existem ou não diferenças significativas entre as médias populacionais. Conforme Anderson, Sweeney e Williams (2011), a análise da variância pode ser utilizada para testar a igualdade de k médias populacional. Desta forma, buscou-se testar as médias da hipótese H1:

H1: O valor de mercado das empresas após a adesão aos segmentos de listagem N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA, em média, é igual ao valor de mercado anterior à adesão.

O uso desta variável repousa em um dos objetivos da governança corporativa implantados pela BM&FBOVESPA no ano de 2000 (segmentos diferenciados Novo Mercado, N2 e N1), de que as empresas seriam mais valorizadas pelo mercado após a adesão.

4 Apresentação e Análise dos Resultados

Com o objetivo de verificar se existia ou não diferenças significativas no valor de mercado das empresas analisadas no horizonte temporal de cinco anos anteriores e posteriores as adesões, foi obtida a estatística descritiva para o índice *market-to-book* e aplicou-se o teste de análise da variância para testar a hipótese H1, conforme especificação abaixo:

H1: O valor de mercado das empresas após a adesão aos segmentos de listagem N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA, em média, é igual ao valor de mercado anterior à adesão.

A estatística descritiva para a amostra das empresas estudadas encontra-se na Tabela 3 a seguir:

Tabela 3 – Estatística descritiva do índice *market-to-book* para os cinco anos anteriores e posteriores a adesão aos segmentos de listagem diferenciados para o conjunto das empresas que compõem a amostra

	N	Média	Desvio Padrão	Erro	95% Intervalo de confiança para a média		Mín.	Máx.
					Lower Bound	Upper Bound		
Antes	23	2,0889	1,83315	0,38224	1,2961	2,8816	0,30	8,10
Após	23	2,7843	2,90680	0,60611	1,5273	4,0413	0,72	14,89
Total	46	2,4366	2,42845	0,35806	1,7154	3,1578	0,30	14,89

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Ao comparar o valor de mercado dos cinco anos anteriores em relação aos cinco anos posteriores à adesão aos segmentos de listagem diferenciados, observou-se por meio da estatística descritiva que, o índice *market-to-book* das empresas após a adesão apresenta um índice médio de 2,78%, mostrando-se superior ao índice *market-to-book* médio anterior à adesão aos segmentos diferenciados, que era de 2,09%, aproximadamente.

Quanto ao teste da homogeneidade das variâncias está descrito na Tabela 4 abaixo. O resultado do p-valor foi de 0,5561, indicando que não existem evidências, ao nível de significância de 5%, para rejeitar a hipótese que as variâncias são homogêneas.

Tabela 4 – Teste da homogeneidade das variâncias

Levene Statistic	df1	df2	Sig (p-valor)
0,343	1	44	0,5561

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Em relação ao teste da análise da variância para o índice *market-to-book* anterior e posterior à adesão aos segmentos de listagem de governança corporativa da BM&FBOVESPA, encontrou-se os resultados descritos na Tabela 5:

Tabela 5 – Análise da variância do índice *market-to-book* anterior e posterior adesão aos segmentos de listagem para o conjunto de todas as empresas da amostra

	Soma dos quadrados	DF	Quadrado médio	F	Sig (p-valor)
Entre Grupos	5,563	1	5,563	0,942	0,337
Dentro dos Grupos	259,819	44	5,905		
Total	265,381	45			

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Embora a estatística descritiva aponte uma média superior do valor de mercado no período posterior à adesão aos segmentos de listagem diferenciados em relação ao período anterior à adesão, os resultados da análise de variância indicaram que, ao nível de significância de 5%, não existem evidências para rejeitar a hipótese H1, de que o valor de mercado das empresas após a adesão aos segmentos de listagem N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA, em média, é igual ao valor de mercado anterior à adesão. Portanto, estatisticamente, as médias do índice *market-to-book* anterior e posterior à adesão são iguais.

Desta forma, para as empresas que atuam no mercado financeiro brasileiro e que aderiram aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, não houve mudanças significativas no valor de mercado nos cinco anos posteriores a adesão. Evidência semelhante foi encontrada nas pesquisas de Tavares Filho (2006), Fernandes, Dias e Cunha (2010), Marques (2011) e Catapan, Colauto e Barros (2013).

5 Considerações Finais

Este artigo teve como objetivo investigar se houve mudanças significativas no valor de mercado das empresas brasileiras após a adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA em relação ao valor de mercado anterior à adesão, para um horizonte temporal de cinco anos anteriores e posteriores à adesão.

Embora a estatística descritiva tenha apresentado uma média superior do índice *market-to-book* no período posterior à adesão aos segmentos de listagem em relação ao período anterior à adesão, os resultados da análise de variância indicaram que, ao nível de significância de 5%, não existem evidências para rejeitar a hipótese H1 de que o valor de mercado das empresas após a adesão aos segmentos de listagem N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA, em média, é igual ao valor de mercado anterior à adesão. Verificou-se que a média do índice *market-to-book* anterior à adesão foi de 2,09% e a posterior foi de 2,78%, portanto, estatisticamente iguais.

Sendo assim, baseando-se nos resultados da técnica da análise da variância para essa amostra e período analisados, evidenciou-se que a adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa implantados pela BM&FBOVESPA no ano de 2000, não ocasionou impactos significativos no valor de mercado dessas empresas que optaram pela adesão. Este resultado está de acordo com as evidências encontradas nas pesquisas de Tavares Filho (2006), Fernandes, Dias e Cunha (2010), Marques (2011) e Catapan, Colauto e Barros (2013). No entanto, é importante destacar que, conforme Carvalho e Pennacchi (2012), deve-se levar em consideração outros aspectos positivos relacionados a adesão aos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, como exemplo, a sinalização para o mercado da redução da assimetria informacional e, por consequência, os investidores aumentam sua demanda por ações das empresas.

Conclui-se que, apesar da adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa implantados pela BM&FBOVESPA no ano de 2000, não ter ocasionado impactos significativos no valor de mercado dessas empresas que optaram pela adesão, ainda assim, a implantação das boas práticas de governança contribui para o desenvolvimento de uma melhor estrutura das empresas, e também, para melhorar a dinâmica do seu funcionamento o que provavelmente possibilitará aumento de eficiência, queda de riscos e, por consequência, melhoria na avaliação das empresas pelo mercado e investidores.

5 Referências

ALMEIDA, J.E.F; LOPES, A.B; CORRAR, L.J. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice *market-to-book*. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v.4, n.1, p.44-62, 2011.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística Aplicada à Administração e Economia**. Tradução José Carlos Barbosa dos Santos - ERJ. 2.ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, [s.l.], v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros**. Empresas Listadas. São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 09 de jan. 2014.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] Presidência da República**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Seção 1, p. 1.

CARVALHO, A. G.; PENNACCHI, G. G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. **Journal of Corporate Finance**, [s.l.], v. 18, n. 4, p. 883-903, 2012.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, DF, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

CHEN, L; ZHAO, X. On the Relation between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio. **Finance Research Letters**, [s.l.], v.3, n.4, p.253-266, dez. 2006.

CUNHA, J. H. C. A contabilidade e o real valor das empresas: foco no capital intelectual. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., São Paulo, 2006. **Anais...**São Paulo: USP, 2006.

CVM. **Comissão dos Valores Mobiliários**. Cartilha de Governança Corporativa. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/cartilhaCVM.pdf/>>. Acesso em: 10 de jan. 2014.

FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBovespa. **Revista Organizações em Contexto**, São Paulo, v. 6, n. 11, p. 22-44, 2010.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2007.

GILIO, L. Análise da capacidade explicativa de informações contábeis para o índice market-to-book de empresas listadas no Ibovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., São Paulo, 2010. **Anais...**São Paulo: USP, 2010.

IBGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Código das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo, 1999. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/OutrosCodigos.aspx/>>. Acesso em: 08 de jan. 2014.

MARQUES, S. S. Impacto de práticas de Governança Corporativa de empresas brasileiras de capital aberto sobre seu desempenho e avaliação de mercado. In: CONGRESSO INTERNACIONAL DE CONVERNANÇA CORPORATIVA, 12., São Paulo, 2011. **Anais...** São Paulo: IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2011.

MATUCHESKI, S; ALMEIDA, L. B. Variáveis contábeis e o preço das ações. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., São Paulo, 2006. **Anais...**São Paulo: USP, 2006.

MOREIRA, L. P.; CUNHA, D. S. A.; RAMALHO, E. S. Avaliação de Empresas. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 17., Santos, 2004. **Resumos...**Santos: Conselho Federal de Contabilidade, 2004.

SANTANNA, D. P; TEIXEIRA, A. J. C.; LOUZADA, L. C. A relação entre market-to-book equity e lucros anormais no mercado de capitais no Brasil. In: ENANPAD, 27., 2003, Atibaia. **Anais...**Atibaia: ANPAD, 2003.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of finance**, [s.l.], v.52, n. 2, p.737-783, jun.1997.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 3-32, 2006.

TAVARES, F. F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA**. 2006. 159 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.