

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**

**VICTOR TEODORO DE MELO SANCHES**

**ADESÃO AO NOVO MERCADO DA BOVESPA:  
IMPACTOS NO DESEMPENHO E NA LIQUIDEZ DAS AÇÕES**

**FLORIANÓPOLIS  
2009**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

VICTOR TEODORO DE MELO SANCHES

ADESÃO AO NOVO MERCADO DA BOVESPA:  
IMPACTOS NO DESEMPENHO E NA LIQUIDEZ DAS AÇÕES

Trabalho de conclusão de estágio apresentado à disciplina Estágio Supervisionado – CAD 5236, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, área de concentração em Administração Financeira.

Professora Orientadora: Juliana T. Vital, Adm.

Professor co-orientador: Thiago Periard, Msc.

FLORIANÓPOLIS  
2009

VICTOR TEODORO DE MELO SANCHES

ADESÃO AO NOVO MERCADO DA BOVESPA:  
IMPACTOS NO DESEMPENHO E NA LIQUIDEZ DAS AÇÕES

Este trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, em junho de 2009.

---

Professor Rudimar Antunes da Rocha, Dr.  
Coordenador de Estágios

Apresentado à Banca Examinadora integrada pelos professores:

---

Prof<sup>a</sup> Juliana Tatiane Vital  
Orientadora

---

Prof<sup>a</sup> Andressa Sasaki Vasques Pacheco, Msc.  
Membro

---

Prof. Sinésio Stefano Dubiela Ostroski, Msc.  
Membro

*“Nossa maior fraqueza é a desistência. O caminho mais certo para o sucesso é sempre tentar apenas uma vez mais.”*

Thomas A. Edison



## AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Gilberto e Tati, por todas as oportunidades que me proporcionaram e me proporcionam até hoje. Serei eternamente grato também pelos valores e princípios que me transmitiram.

À minha namorada, Gabi, por todo o apoio e amor dedicados a mim durante todo o curso.

À minha orientadora, professora Juliana, pela ajuda e sugestões durante a realização deste trabalho.

Ao meu co-orientador, Thiago, pela grande amizade e também pelo auxílio durante a elaboração deste trabalho.

Ao grande amigo Renato, mais conhecido como Mineiro, pelas constantes trocas de ideias, conversas, dicas e pelo companheirismo durante os quatro anos e meio de faculdade.

A todos os colegas e amigos que fiz aqui na UFSC, pelas diversas experiências e momentos que passamos juntos.

Muito obrigado!!

## RESUMO

SANCHES, Victor Teodoro de Melo. **Adesão ao Novo Mercado da Bovespa: impactos no desempenho e na liquidez das ações.** 109 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

O presente trabalho de conclusão de curso teve como objetivo verificar quais os impactos da adesão ao Novo Mercado da Bovespa sobre o desempenho, liquidez e precificação das ações das empresas migrantes. O universo desta pesquisa foi constituído pelas companhias que migraram de outros segmentos da bolsa para o Novo Mercado, ficando de fora aquelas que já abriram o capital diretamente neste nível de governança corporativa. Dessa forma, identificou-se as seguintes empresas: Sabesp, Light, Cyrela, Tractebel, Perdigão, Embraer, Banco do Brasil, Eternit, Indústrias Romi, WEG, Drogasil, Cia. Hering, Ideiasnet, Iochpe-Maxion, Magnesita, Equatorial Energia, Portobello e Estácio Participações. Na apresentação dos resultados, foram analisados: o desempenho acionário destas empresas em comparação ao Ibovespa nos doze meses seguintes à migração; a variação da quantidade média de negócios/dia realizados com as ações destas empresas no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da adesão; a variação do indicador preço de mercado/valor patrimonial (P/VPA) no mesmo período utilizado para avaliar a liquidez. Dessa forma, esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, *ex post facto* e com abordagem predominantemente qualitativa, com base em dados coletados principalmente no *software* Economática. Assim, os resultados deste estudo demonstraram que, de modo geral: as ações das empresas tiveram um desempenho inferior à média do mercado ao final de doze meses após a migração; a liquidez das ações aumentaram significativamente no período seguinte à adesão e a variação do indicador P/VPA mostrou equilíbrio, já que metade das companhias apresentaram redução e a outra metade, aumento. Diante disso, verificou-se que parte dos resultados encontrados foram contra a tendência verificada na argumentação dos autores expostos na Fundamentação Teórica.

**Palavras-chave:** Mercado de capitais. Novo Mercado. Bovespa. Governança corporativa.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: comparação SABESP X Ibovespa entre 24/04/2002 e 24/04/2003. ....	45
Gráfico 2: representatividade da liquidez da SABESP em relação à Bovespa. ....	46
Gráfico 3: evolução do indicador P/VPA da SABESP.....	47
Gráfico 4: comparação Light X Ibovespa entre 28/07/2005 e 28/07/2006. ....	48
Gráfico 5: representatividade da liquidez da Light em relação à Bovespa. ....	49
Gráfico 6: evolução do indicador P/VPA da Light. ....	50
Gráfico 7: comparação Cyrela Realty X Ibovespa entre 21/09/2005 e 21/09/2006.....	51
Gráfico 8: representatividade da liquidez da Cyrela em relação à Bovespa. ....	52
Gráfico 9: evolução do indicador P/VPA da Cyrela.....	53
Gráfico 10: comparação Tractebel X Ibovespa entre 09/12/2005 e 09/12/2006.....	53
Gráfico 11: representatividade da liquidez da Tractebel em relação à Bovespa.....	55
Gráfico 12: evolução do indicador P/VPA da Tractebel. ....	55
Gráfico 13: comparação Perdigão X Ibovespa entre 12/04/2006 e 12/04/2007.....	56
Gráfico 14: representatividade da liquidez da Perdigão em relação à Bovespa.....	57
Gráfico 15: evolução do indicador P/VPA da Perdigão.....	58
Gráfico 16: comparação Embraer X Ibovespa entre 05/06/2006 e 05/06/2007. ....	59
Gráfico 17: representatividade da liquidez da Embraer em relação à Bovespa. ....	60
Gráfico 18: evolução do indicador P/VPA da Embraer. ....	61
Gráfico 19: comparação Banco do Brasil X Ibovespa entre 28/06/2006 e 28/06/2007. ....	62
Gráfico 20: representatividade da liquidez do BB em relação à Bovespa.....	63
Gráfico 21: evolução do indicador P/VPA do Banco do Brasil. ....	63
Gráfico 22: comparação Eternit X Ibovespa entre 17/08/2006 e 17/08/2007. ....	64
Gráfico 23: representatividade da liquidez da Eternit em relação à Bovespa. ....	65
Gráfico 24: evolução do indicador P/VPA da Eternit. ....	66
Gráfico 25: comparação Indústrias Romi X Ibovespa entre 23/03/2007 e 23/03/2008. ....	67
Gráfico 26: representatividade da liquidez da Indústrias Romi em relação à Bovespa. ....	68
Gráfico 27: evolução do indicador P/VPA da Indústrias Romi.....	68
Gráfico 28: comparação WEG X Ibovespa entre 22/06/2007 e 22/06/2008.....	69
Gráfico 29: representatividade da liquidez da WEG em relação à Bovespa. ....	70
Gráfico 30: evolução do indicador P/VPA da WEG.....	71
Gráfico 31: comparação Drogasil X Ibovespa entre 03/07/2007 e 03/07/2008. ....	72
Gráfico 32: representatividade da liquidez da Drogasil em relação à Bovespa. ....	73

Gráfico 33: evolução do indicador P/VPA da Drogasil. ....	73
Gráfico 34: comparação Cia. Hering X Ibovespa entre 23/07/2007 e 23/07/2008. ....	74
Gráfico 35: representatividade da liquidez da Cia. Hering em relação à Bovespa. ....	75
Gráfico 36: evolução do indicador P/VPA da Cia. Hering.....	76
Gráfico 37: comparação Ideiasnet X Ibovespa entre 15/01/2008 e 15/01/2009.....	77
Gráfico 38: representatividade da liquidez da Ideiasnet em relação à Bovespa.....	78
Gráfico 39: evolução do indicador P/VPA da Ideiasnet.....	78
Gráfico 40: comparação Iochpe-Maxion X Ibovespa entre 24/03/2008 e 24/03/2009 .....	79
Gráfico 41: representatividade da liquidez da Iochpe-Maxion em relação à Bovespa. ....	80
Gráfico 42: evolução do indicador P/VPA da Iochpe-Maxion.....	81
Gráfico 43: comparação Magnesita X Ibovespa entre 02/04/2008 e 02/04/2009. ....	82
Gráfico 44: representatividade da liquidez da Magnesita em relação à Bovespa. ....	83
Gráfico 45: evolução do indicador P/VPA da Magnesita.....	83
Gráfico 46: comparação Equatorial Energia X Ibovespa entre 23/04/2008 e 23/04/2009.....	84
Gráfico 47: representatividade da liquidez da Equatorial em relação à Bovespa. ....	85
Gráfico 48: evolução do indicador P/VPA da Equatorial.....	86
Gráfico 49: comparação Portobello X Ibovespa entre 30/04/2008 e 30/04/2009. ....	87
Gráfico 50: representatividade da liquidez da Portobello em relação à Bovespa. ....	88
Gráfico 51: evolução do indicador P/VPA da Portobello.....	88
Gráfico 52: comparação Estácio X Ibovespa entre 11/07/2008 e 08/06/2009. ....	89
Gráfico 53: representatividade da liquidez da Estácio em relação à Bovespa. ....	90
Gráfico 54: evolução do indicador P/VPA da Estácio Participações.....	91
Gráfico 55: comportamento médio da liquidez das empresas.....	94
Gráfico 56: comportamento médio da representatividade da liquidez das empresas em relação à Bovespa.....	95

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: comparação quantidade de negócios/dia: SABESP X Bovespa.....	46
Tabela 2: comparação quantidade de negócios/dia: Light X Bovespa.....	49
Tabela 3: comparação: quantidade de negócios/dia Cyrela X Bovespa.....	52
Tabela 4: comparação quantidade de negócios/dia: Tractebel X Bovespa. ....	54
Tabela 5: comparação quantidade de negócios/dia: Perdigão X Bovespa. ....	57
Tabela 6: comparação quantidade de negócios/dia: Embraer X Bovespa.....	60
Tabela 7: comparação quantidade de negócios/dia: Banco do Brasil X Bovespa.....	62
Tabela 8: comparação Eternit X Bovespa - quantidade de negócios. ....	65
Tabela 9: comparação quantidade de negócios/dia: Inds Romi X Bovespa.....	67
Tabela 10: comparação quantidade de negócios/dia: WEG X Bovespa. ....	70
Tabela 11: comparação quantidade de negócios/dia: Drogasil X Bovespa.....	72
Tabela 12: comparação quantidade de negócios/dia: Cia. Hering X Bovespa.....	75
Tabela 13: comparação quantidade de negócios/dia: Ideiasnet X Bovespa. ....	77
Tabela 14: comparação quantidade de negócios/dia: Iochpe-Maxion X Bovespa.....	80
Tabela 15: comparação quantidade de negócios/dia: Magnesita X Bovespa.....	82
Tabela 16: comparação quantidade de negócios/dia: Equatorial Energia X Bovespa. ....	85
Tabela 17: comparação quantidade de negócios/dia: Portobello X Bovespa.....	87
Tabela 18: comparação quantidade de negócios/dia: Estácio X Bovespa.....	90
Tabela 19: Desempenho das ações em relação ao Ibovespa. ....	92
Tabela 20: Variação da liquidez: quantidade de negócios/dia. ....	93
Tabela 21: média da liquidez das empresas: mês a mês.....	94
Tabela 22: média da representatividade da liquidez das empresas em relação à Bovespa. ....	95
Tabela 23: evolução do P/VPA das empresas mês a mês.....	96

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: número e valor das emissões primárias no Brasil – período 1995 – 2008. ....	13
Quadro 2: trade-off abertura comercial-productividade no Brasil. ....	27
Quadro 3: evolução das companhias com ações em bolsa – período 1995-2008.....	31
Quadro 4: síntese da evolução do P/VPA das empresas. ....	96
Quadro 5: companhias listadas no Nível 1 de governança corporativa.....	105
Quadro 6: companhias listadas no Nível 2 de governança corporativa.....	106
Quadro 7: companhias listadas no Novo Mercado.....	109

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	12
1.2 OBJETIVOS .....	15
1.3 JUSTIFICATIVA .....	16
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>18</b>
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	18
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	20
2.2.1 Conceitos e princípios.....	21
2.2.2 Histórico e contextualização da GC no mundo.....	23
2.2.3 A governança corporativa no Brasil.....	25
2.2.4 Níveis diferenciados de governança corporativa.....	32
2.3 CRITÉRIOS DE ANÁLISE E AVALIAÇÃO DE AÇÕES .....	35
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>38</b>
3.1 TIPO E ABORDAGEM DA PESQUISA .....	38
3.2 AMOSTRAGEM E VARIÁVEIS ANALISADAS .....	40
3.3 COLETA DE DADOS .....	40
3.4 ANÁLISE E TRATAMENTO DOS DADOS .....	42
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....	43
<b>4 ANÁLISE DE DADOS.....</b>	<b>44</b>
4.1 SABESP .....	45
4.2 LIGHT .....	47
4.3 CYRELA BRAZIL REALTY .....	50
4.4 TRACTEBEL .....	53
4.5 PERDIGÃO .....	56
4.6 EMBRAER.....	58
4.7 BANCO DO BRASIL .....	61
4.8 ETERNIT .....	64
4.9 INDÚSTRIAS ROMI.....	66
4.10 WEG .....	69

4.11 DROGASIL .....	71
4.12 CIA HERING .....	74
4.13 IDEIASNET .....	76
4.14 IOCHPE-MAXION .....	79
4.15 MAGNESITA.....	81
4.16 EQUATORIAL ENERGIA .....	84
4.17 PORTOBELLO .....	86
4.18 ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES .....	89
4.19 ANÁLISE GERAL.....	91
<b>4.19.1 Desempenho .....</b>	<b>91</b>
<b>4.19.2 Liquidez .....</b>	<b>92</b>
<b>4.19.3 P/VPA .....</b>	<b>95</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>98</b>
5.1 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.....	99
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>101</b>
<b>ANEXO A – COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....</b>	<b>105</b>
<b>ANEXO B – COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....</b>	<b>106</b>
<b>ANEXO C – COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO .....</b>	<b>107</b>



## 1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é muito importante nos países desenvolvidos. Segundo Nóbrega et al. (2000), o desenvolvimento de vários países europeus, do Japão e, particularmente, dos Estados Unidos foi impulsionado por um aumento da eficiência na intermediação de poupanças, que é proporcionada pelo mercado financeiro e de capitais.

Pinheiro (2008) complementa esse comentário ao afirmar que o mercado de capitais é fundamental para o crescimento econômico, já que proporciona fontes alternativas de financiamento para as empresas, reduzindo o custo global de captação, e diversifica e distribui risco entre os aplicadores, democratizando o acesso ao capital. O autor destaca que os mercados financeiros são a modalidade mais eficiente de financiamento. Assim, pode-se inferir “que o crescimento e o desenvolvimento de uma economia estão diretamente relacionados com os mecanismos de canalização de suas poupanças para o investimento produtivo” (PINHEIRO, 2008, p. 130).

No Brasil, de acordo com Rogers (2006), antes dos anos 1990, os financiamentos ocorriam principalmente por meio de crédito bancário, demonstrando a imaturidade do mercado de capitais deste país. No entanto, com a abertura financeira e comercial promovida no início da década de 90, houve uma entrada expressiva de capitais estrangeiros, dando maior visibilidade a este mercado.

Tendo isso em vista, faz-se necessário associar, no tópico 1.1, essa evolução do mercado de capitais no mundo com o nascimento das discussões sobre governança corporativa, bem como seus impactos sobre o desempenho das organizações. A partir disso então, o tópico 1.2 traz os objetivos a serem atingidos neste trabalho.

### 1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

O mercado de capitais no Brasil, então, após as transformações econômicas da década de 1990, vem passando por uma fase de desenvolvimento e fortalecimento das suas instituições, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a qual regula esse mercado, e a própria BM&FBovespa, que, após a fusão, ganhou relevância no cenário mundial.

Para uma melhor compreensão da evolução do mercado de capitais no Brasil, apresenta-se a seguir um quadro no qual pode ser visualizado o número de empresas que emitiram ações na bolsa de 1995 até 2008, bem como o montante (em R\$ milhões) dessas emissões:

Período	Ações	
	Número de emissões	R\$ Milhões
1995	31	1.998,3
1996	23	9.507,0
1997	23	3.965,2
1998	20	4.112,1
1999	10	2.749,5
2000	6	1.410,2
2001	6	1.353,3
2002	4	1.050,5
2003	2	230,0
2004	9	2.152,9
2005	13	4.364,5
2006	29	14.233,0
2007	59	33.200,7
2008	9	32.148,1

Quadro 1: número e valor das emissões primárias no Brasil – período 1995 – 2008.  
Fonte: CVM - Assessoria Econômica (2009).

No quadro 1, constata-se que entre 1999 e 2003 o número de emissões foi relativamente baixo em relação aos outros anos, fato que possivelmente pode ser explicado pelas crises financeiras e cambiais nos países em desenvolvimento, como Tigres Asiáticos, México, Argentina e o próprio Brasil.

No entanto, nos anos de 2005, 2006 e 2007 verifica-se um intenso crescimento de empresas que abriram seu capital na bolsa e, principalmente, no volume emitido, passando de pouco mais de R\$ 4 bilhões em 2005 para mais de R\$ 33 bilhões em 2007.

Outra constatação a ser ressaltada é que, mesmo com a atual crise econômica e financeira mundial (e com apenas nove emissões em 2008), a captação total foi de mais de R\$ 32 bilhões, mostrando ainda o vigor do mercado de capitais. Além disso, esse movimento consistente de aberturas de capital verificado no período 2005-2007 poderia ter sido muito mais intenso, considerando o selo de grau de investimento dado ao Brasil por duas das principais agências de classificação de riscos, Standard & Poor's e Fitch, em abril e maio de 2008, respectivamente.

A abertura de capital proporciona alguns benefícios para as empresas que emitem suas ações para serem negociadas em bolsa. Casagrande Neto (2000) destaca as principais: captação permanente de recursos para investimentos, reestruturação de passivos, arranjos societários, melhora da imagem institucional e profissionalização da gestão.

Nesse contexto, à medida que o mercado de capitais se amplia e se desenvolve, ganha importância a atuação dos investidores, principalmente os institucionais, pois dispõem de equipes técnicas mais exigentes para obter e analisar informações a fim de identificar as empresas mais eficientes e, dessa forma, direcionar o capital para as melhores aplicações (NÓBREGA et al., 2000).

No âmbito do amadurecimento do mercado de capitais e do fortalecimento da atuação dos grandes investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, emergiu a discussão a respeito das boas práticas de governança corporativa. Cada vez mais exige-se das empresas maior clareza na distribuição de informações e transparência na gestão.

As discussões a respeito desse tema (utilizando a expressão governança corporativa) são recentes, tendo início nos Estados Unidos, a partir da década de 1980, em um contexto de perda de competitividade por parte das empresas norte-americanas, crises financeiras, como a asiática, e casos exemplares de fraudes contábeis, como Enron, World Com e Parmalat. Isso ressaltou a importância da segregação de funções dentro da empresa e transparência na divulgação de informações ao público (VIEIRA; MENDES, 2004).

A partir desse cenário de escândalos, crises e desconfiança por parte dos investidores, cabe destacar outro fator que foi muito importante para que a governança corporativa ganhasse ainda mais relevância no mundo, que foi a criação da lei Sarbanes-Oxley, nos EUA. Essa lei, assinada em 2002, focou suas exigências nas questões relacionadas à transparência das informações prestadas ao mercado pelas empresas listadas nas bolsas norte-americanas. Entre as inúmeras normas, salienta-se o encurtamento dos prazos para entrega de documentos a SEC (*Securities and Exchange Commission*), órgão regulador do mercado de capitais nos EUA, além da obrigatoriedade de divulgação de fatos relevantes em tempo real. Vale ressaltar ainda que a abrangência da lei Sarbanes-Oxley vai muito além disso, normatizando desde questões sobre governança e responsabilidade dos gestores até legislações para a negociação de títulos (AGUIAR, 2005).

Já no Brasil, a discussão sobre governança corporativa é ainda mais recente, apresentando como marcos importantes a criação do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), em 1995, a reformulação da Lei das S.A. e a criação dos níveis diferenciados (níveis 1 e 2 e Novo Mercado) de governança corporativa pela Bovespa, no início da década de 2000, além de outras resoluções e regras implementadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão que regula o mercado de capitais no Brasil.

Nessa linha de raciocínio, Silveira (2005) argumenta que as empresas que adotam práticas de governança corporativa recomendadas pelos agentes de mercado tendem a obter melhores resultados, sendo mais bem avaliadas pelos investidores no preço de suas ações, do que as empresas que não se adéquam a esses princípios.

Atualmente, diante da crise econômica e financeira pela qual o mundo todo está passando, a governança corporativa está merecendo muito destaque e novas medidas devem ser anunciadas nesse sentido pelos órgãos reguladores de diversos países.

De acordo com a cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa (2002, p. 1), “companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos”.

Diante disso, entende-se que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (Níveis 1 e 2 e Novo Mercado), criados pela Bovespa, representa uma melhora na gestão corporativa da empresa. Em função dessas inferências, torna-se interessante avaliar alguns reflexos da adoção de boas práticas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras.

Dessa forma, este trabalho acadêmico busca responder o seguinte problema de pesquisa: “Quais os impactos no desempenho e na liquidez das ações das empresas que migraram para o Novo Mercado da Bovespa?”

## 1.2 OBJETIVOS

O objetivo geral desta pesquisa é "Analisar os impactos no desempenho e na liquidez das ações das empresas que migraram para o Novo Mercado da Bovespa.”

Para que o objetivo geral seja atingido, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) conhecer todas as empresas que migraram de outros segmentos da Bovespa para o Novo Mercado;
- b) comparar o desempenho das ações de cada uma destas empresas com o Ibovespa nos doze meses subsequentes à data de migração;
- c) analisar a variação da liquidez das ações de cada uma destas empresas em relação ao total da Bovespa, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da data de migração;

d) comparar a evolução média do indicador preço de mercado/valor patrimonial (P/VPA) de cada uma destas empresas no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da data de migração.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

O processo de amadurecimento pelo qual vem passando o mercado de capitais brasileiro está intimamente relacionado à evolução da discussão acerca das melhores práticas de governança corporativa, que teve como ponto inicial a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995. Desde então, o IBGC, juntamente com a CVM e a BM&FBovespa, vem atuando de maneira consistente para a conscientização de investidores e empresas sobre a importância da governança corporativa.

A dificuldade de obtenção de financiamento, principalmente pelas pequenas e médias empresas, devem servir de estímulo para que as mesmas busquem uma adequação às melhores práticas de governança corporativa, visando obter custos de captação mais baixos, atrair investidores e, conseqüentemente, apresentar melhor rentabilidade. Assim, percebe-se a importância da governança corporativa para a economia como um todo.

Na escolha de um tema, de acordo com Castro (1977), deve-se atender a três critérios básicos: importância, originalidade e viabilidade. Com relação ao primeiro critério, o autor afirma que uma pesquisa é importante quando está ligada a uma questão crucial e que merece atenção continuada da literatura especializada. Dessa forma, o presente trabalho tem sua importância atestada por tratar de um tema que está constantemente evoluindo e, assim, renovando sua aplicação. Pesquisas que buscam identificar impactos da adoção de melhores práticas de GC são cada vez mais comuns, e esta é mais uma a acrescentar suas constatações.

No campo acadêmico, são muito válidos os estudos e análises sobre os conceitos, benefícios, desafios e aplicações da governança corporativa na realidade empresarial brasileira. Dessa maneira, contribuindo para desenvolver e ampliar esse tema na área de administração de empresas.

Quanto ao segundo critério, Castro (1977) afirma que a originalidade de um tema está no potencial que este tem para surpreender. Diante disso, esta pesquisa pode ser considerada original, já que os resultados obtidos podem ir contra o pensamento dominante, de que a adoção de melhores práticas de governança corporativa tende a impactar positivamente na liquidez e no desempenho das ações no mercado.

Com relação ao terceiro critério exposto por Castro (1977), coloca-se que o acesso às informações necessárias para a realização desta pesquisa está facilitado ao pesquisador, principalmente através do *software* Economática, que é liberado na UFSC aos seus estudantes. Ressalta-se também que recursos financeiros não serão empecilhos para a obtenção dos resultados. Dessa forma, a presente pesquisa atende ao terceiro critério, a viabilidade.

Por fim, este trabalho torna-se oportuno, principalmente em função do momento atual de crise econômica, em que a governança corporativa vem sendo discutida e colocada à prova. Portanto, considera-se necessário averiguar os impactos da adoção ao Novo Mercado no desempenho e na liquidez das ações das empresas, em anos anteriores.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo do trabalho procurou embasar teoricamente todos os assuntos necessários para a apresentação dos resultados de maneira adequada. Para isso, buscou-se compreender a origem da discussão acerca da governança corporativa, através do entendimento do conceito de teoria da agência, bem como a governança corporativa em si e seus tópicos relacionados. Além disso, tratou-se da explicação dos critérios de análise e avaliação de ações utilizados nesta pesquisa.

### 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Os conflitos de agência estão entre as principais razões para o início dos estudos sobre governança corporativa (GC) no mundo. Basicamente, esses conflitos surgiram com o aumento da complexidade das grandes corporações, proporcionando transformações na dinâmica dos negócios do sistema de produção capitalista.

Andrade e Rossetti (2009) explicam que essa evolução do mundo corporativo foi abordada em 1932 por Adolf A. Berle e Gardner C. Means, cuja obra principal analisou aspectos fundamentais desse cenário: separação entre propriedade e gestão nas grandes empresas; mudanças no comando das mesmas, passando dos proprietários para gestores profissionais e a inadequação das concepções tradicionais sobre o controle das sociedades abertas e sobre o objetivo clássico de maximização do lucro.

No entanto, os primeiros estudos formais focados nesse tema, de acordo com Okimura (2003), são de Spence e Zeckhauser, em 1971, e de Ross, em 1973, os quais analisaram a estrutura de remuneração dos gestores (denominados de agentes), comparando os seus próprios interesses com os dos acionistas ou proprietários (denominados de principal), ou seja, o problema de agência surge a partir do momento que propriedade e controle se separam, proporcionando uma nova forma de organização da sociedade.

Logo em seguida, em 1976, Jensen e Meckling publicaram um trabalho que tratou dos inevitáveis conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa. Para muitos autores, esse foi o estudo que deu início à linha de pesquisa sobre o problema de agência (SILVEIRA, 2005).

Jensen e Meckling (apud SILVEIRA, 2005) definem um relacionamento de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (proprietário) engajam uma outra (o gestor)

para que desempenhe alguma tarefa em seu favor, que envolve a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo gestor.

Porém, ainda de acordo com a explanação de Silveira (2005), apesar de os executivos serem contratados para tomar decisões no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas, isso muitas vezes não ocorre, já que os gestores podem tomar decisões de acordo com seus interesses pessoais, destruindo valor corporativo. Na verdade, “a discussão sobre a necessidade de aprimoramento da GC nas empresas surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores” (SILVEIRA, 2005, p. 39).

As principais formas pelas quais os executivos expropriam a riqueza dos investidores, ainda segundo este autor, são:

- a) pela diversificação excessiva da empresa;
- b) pelo crescimento maior do que o necessário, com o reinvestimento do fluxo de caixa livre em projetos não agregadores de valor;
- c) pela determinação de remuneração abusiva para si próprios;
- d) pelo roubo dos lucros;
- e) pela designação de membros da família desqualificados para posições gerenciais (nepotismo);
- f) pelo empreendimento de projetos devido a seu gosto pessoal e não devido a estudos técnicos de viabilidade;
- g) pela resistência à liquidação ou fusão vantajosa para os acionistas;
- h) pela venda de produção, ativos ou títulos da empresa abaixo do preço de mercado para outra empresa das quais são controladores.

Dessa forma, cabe destacar a importância da governança corporativa na criação de mecanismos internos e externos para assegurar que as decisões corporativas sejam tomadas de acordo com o interesse dos investidores. Isso pode ser facilitado por meio do monitoramento das atividades dos executivos, com estabelecimento de incentivos contratuais (SILVEIRA, 2005).

Além deste tipo de divergência comentada, há outra categoria, destacada por Andrade e Rossetti (2009), que ocorre com maior frequência nos países menos desenvolvidos e/ou emergentes, onde o mercado de capitais é pouco maduro, com pequena expressão em relação a outras fontes de capitalização das empresas. Esse outro conflito de agência é a concentração da propriedade das corporações nas mãos de poucos acionistas majoritários, gerando conflito entre acionistas controladores e minoritários.



Sobre essa questão, Silveira (2005, p. 41) acrescenta que:

A compra das ações do bloco de controle das empresas com um determinado prêmio evidencia que o controle é valorizado, indicando que os controladores poderão ter acesso a benefícios especiais. Caso os acionistas minoritários recebessem os mesmos benefícios dos acionistas controladores, em tese não deveria haver o pagamento de um prêmio pelo bloco de ações que leva ao controle da empresa.

Então, percebe-se que, apesar dos princípios de governança corporativa fazerem alusão a tratamento igualitário entre acionistas majoritários e minoritários (como será visto em tópicos seguintes), existem argumentos que defendem o pagamento de prêmio pela compra das ações do bloco de controle, como forma de valorizar o papel dos controladores nas empresas.

Em complemento a essa discussão, Barbosa e Camargos (2003) afirmam que é quase impossível garantir que o gestor (agente) tome a decisão ótima do ponto de vista do proprietário (principal). Essa divergência leva ao surgimento de custos para que os acionistas alinhem os interesses dos gestores aos seus, que são chamados custos de agência.

Segundo Jensen e Meckling (apud Silveira, 2005, p. 40), tais custos de agência são a soma dos:

- a) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- b) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- c) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- d) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Concluindo, Andrade e Rossetti (2009) colocam que os conflitos de agência, tanto os derivados do oportunismo de gestores, quanto os associáveis a estruturas de propriedade acionária, são as razões fundamentais do despertar da governança corporativa.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para a explanação sobre a governança corporativa, este tópico foi dividido de maneira a facilitar a compreensão do assunto, tratando primeiramente dos seus conceitos e princípios. Em seguida, aborda-se a sua contextualização no âmbito global, além da sua evolução no Brasil, bem como as características do mercado de capitais atualmente. Por fim, trata-se especificamente, de cada um dos níveis diferenciados de GC criados pela Bovespa.

### 2.2.1 Conceitos e princípios

Como as discussões relacionadas à governança corporativa são relativamente recentes, existem muitos conceitos e definições para este termo. Primeiramente, cabe apontar que essas discussões buscam estabelecer regras para minimizar os problemas de agência.

De acordo com Silva (2004), a primeira diferenciação clássica de governança está entre *shareholder* e *stakeholder*. O primeiro modelo é direcionado aos acionistas e é mais usado nos Estados Unidos e Inglaterra. Já o segundo, além dos acionistas, abrange os interesses dos públicos interno (empregados, fundações de assistência e seguridade) e externo (credores, fornecedores, clientes, comunidade, governo, meio ambiente e órgãos normativos do mercado de capitais), sendo este de procedência japonesa e alemã.

Em função da grande diversidade de conceitos que é possível encontrar na literatura referente ao tema governança corporativa, Andrade e Rossetti (2009, p. 138) os divide em quatro grupos, para facilitar a compreensão. O primeiro trata a governança corporativa como guardião de direitos das partes interessadas e os autores, sob esse ponto de vista, destacam a definição da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico):

A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o Conselho de Administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho. (OCDE apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 138)

O segundo aspecto do agrupamento feito por Andrade e Rossetti (2009) entende a GC como um sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas. Sob esse aspecto, encaixa-se o conceito adotado pelo IBGC (2009):

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. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

O terceiro grupo de conceitos visualiza a governança corporativa como a estrutura de poder identificada dentro das empresas e, para exemplificar, destaca-se a definição de Hitt, Ireland e Hosksson (apud Andrade; Rossetti, 2009, p. 139):

Como a GC nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Neste sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação de resultados.

Por último, a GC pode ainda ser vista como um sistema normativo, o qual rege as relações internas e externas das organizações. Para ilustrar esse aspecto, coloca-se a definição de Cadbury (apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 140):

A governança corporativa é expressa por um sistema de valores que rege as organizações, em sua rede de relações internas e externas. Ela, então, reflete os padrões da companhia, os quais, por sua vez, refletem os padrões de comportamento da sociedade.

Diante dessas diferentes definições, é possível identificar a amplitude da expressão governança corporativa, que tem alcance não só no âmbito empresarial, mas também nos padrões de comportamento da sociedade como um todo e a maneira pela qual as pessoas se relacionam.

Analisando os vários conceitos utilizados, bem como os manuais e códigos de boas práticas (elaborados por diversos órgãos, empresas e instituições), Andrade e Rossetti (2009, p. 140) e Lodi (2000, p. 19) expõem as palavras que são consideradas os princípios da GC:

- a) *fairness*: significa senso de justiça, ou seja, equidade no tratamento dos acionistas, respeitando os direitos dos minoritários em relação aos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quanto nos resultados das operações;
- b) *disclosure*: transparência das informações que podem impactar os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos;
- c) *accountability*: diz respeito à prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria;
- d) *compliance*: conformidade no cumprimento de normas reguladoras e leis vigentes, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país.

Tais princípios estão presentes, mesmo que de forma implícita, nas definições mais comuns de governança corporativa, bem como nos códigos e cartilhas de boas práticas, estabelecendo premissas a serem cumpridas na gestão das organizações. Para uma melhor compreensão da GC, torna-se relevante identificar a evolução histórica deste tema e suas consequências no âmbito empresarial.

## 2.2.2 Histórico e contextualização da GC no mundo

Para Andrade e Rossetti (2009), a governança corporativa pode ter sua evolução resumida e compreendida em três marcos históricos importantes: o ativismo pioneiro de Robert Monks, o Relatório Cadbury e os princípios da OCDE.

Primeiramente, no cenário de grandes transformações que ocorreram ao longo do século XX, como o crescimento da complexidade das corporações, a dispersão do capital de controle e a separação entre propriedade e gestão, surgiu o ativismo pioneiro de Robert Monks. Ele formou-se em Direito em Harvard e tornou-se empresário e executivo bem-sucedido, além de ter escrito vários livros para divulgar suas ideias. Suas ações estavam atreladas ao propósito central de fazer com que o acionista participasse dos Conselhos das organizações, influenciando nas decisões (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Andrade e Rossetti (2009) resumem os resultados alcançados por Monks na sua importante atuação, tanto os imediatos quanto de longo prazo:

- a) imediatos: revelação de desvios nas práticas corporativas, definição de caminhos para a prosperidade compartilhada, exposição das falhas corrigíveis por nova legislação, mobilização de acionistas minoritários e institucionais, mais respeito pelos justos direitos dos proprietários;
- b) de longo prazo: institucionalização das práticas de governança corporativa, refinamento da capacidade técnica dos proprietários de influenciar positivamente nas empresas, mais proposições normativas no mercado de capitais, proporcionando melhor geração de resultados para as empresas, melhor alocação de recursos no mercado e maior prosperidade da economia gerada por corporações confiáveis e justas.

O segundo marco histórico, apontado por Andrade e Rossetti (2009), foi a divulgação do Relatório Cadbury, em 1992, que merece destaque pelo seu pioneirismo e também porque serviu de base e estímulo para a elaboração de outros documentos nesse sentido no Reino Unido, como os Relatórios Greenbury (1995), Hampel (1998), Turnbull (1999) e Higgs (2003).

As recomendações do Relatório Cadbury, ainda segundo Andrade e Rossetti (2009), exerceram grande influência sobre a gestão das companhias inglesas e foram importantes para que países como Canadá, EUA e França editassem seus próprios códigos de boas práticas de governança. O Relatório Cadbury estabeleceu alguns aspectos de referência, focados nos princípios de prestação de contas e transparência:

- a) responsabilidades de conselheiros e executivos na apresentação de informações sobre o desempenho da empresa aos acionistas e outras partes interessadas;
- b) frequência, clareza e forma de divulgação das informações contábeis;
- c) constituição e o papel dos Conselhos;
- d) responsabilidades dos auditores e extensão de suas atribuições;
- e) ligações entre acionistas, Conselhos e auditores.

Destes aspectos surgiram as boas práticas de GC elencadas pelo relatório, as quais Lodi (2000) aborda de maneira completa. Dentre as recomendações, é válido destacar algumas de maior relevância. Primeiramente, com relação ao Conselho de Administração, que deve se reunir regularmente, mantendo controle sobre a diretoria executiva; deve haver uma clara divisão de responsabilidades, para impedir que qualquer pessoa tenha poder irrestrito de decisão.

No que tange aos conselheiros não-executivos, há recomendações para que sejam eleitos para exercer mandatos com prazos predeterminados, sem reeleição automática; devem ser escolhidos por um processo formal, sendo assunto para o Conselho como um todo; devem exercer um julgamento independente nos assuntos relacionados à gestão da organização, como desempenho, estratégia, padrões de conduta, etc. (LODI, 2000).

Quanto aos conselheiros que exercem cargos de diretoria, o Relatório Cadbury estabelece que: os contratos de serviços não devem ultrapassar três anos sem a aprovação dos acionistas; a remuneração total dos executivos deve ser divulgada claramente; o pagamento desses conselheiros-executivos deve ser sujeito à recomendações de um comitê de remuneração composto (no mínimo, em grande parte) por conselheiros não-executivos (LODI, 2000).

Com relação aos relatórios e controles, houve as recomendações de que: o Conselho tenha a obrigação de apresentar avaliações equilibradas da situação da empresa; o Conselho mantenha uma relação objetiva e profissional com os auditores; o Conselho implemente um comitê de auditoria formado por, no mínimo, três conselheiros não-executivos (LODI, 2000).

O terceiro marco histórico da evolução da governança corporativa, apontado por Andrade e Rossetti (2009), foi o código de boas práticas estabelecido pela OCDE, uma organização que compreende os 30 países mais industrializados do mundo, porém mantém relações com mais de 70 outros, além de ONG's e diversas outras instituições de caráter internacional. Ou seja, este é o marco de maior abrangência e amplitude.

O trabalho da OCDE foi finalizado em maio de 1999 e definiu alguns aspectos conclusivos sobre GC, os quais são: a não existência de um único modelo de governança

corporativa, com cada país tendo que adaptar suas práticas à sua realidade jurídica e econômica; a necessidade de as empresas inovarem e adequarem suas práticas, atendendo às exigências institucionais e do mercado; a importância do governo na criação de mecanismos de regulação, proporcionando flexibilidade para os mercados funcionarem de maneira eficaz; a aceitação de que os princípios de GC são fatores que influenciam no desempenho econômico dos países; a natureza evolutiva dos princípios, os quais devem ser revistos de acordo com as mudanças no cenário corporativo (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Após a exposição desses três marcos importantes para o desenvolvimento da GC no mundo, pode-se identificar a evolução que houve entre eles, iniciando com a atitude pioneira de um empresário influente e inconformado com o excesso de poder dos executivos nas corporações (EUA), tendo na sequência a elaboração de um relatório (Cadbury) por um comitê de alta representatividade (Reino Unido) e, por fim, desencadeando em um código de boas práticas realizado por uma organização englobando diversos países.

O entendimento da evolução da governança corporativa no mundo é importante para a compreensão do processo de amadurecimento desta questão no Brasil, desde as décadas de 1950, quando não se falava em GC, até os dias atuais, destacando os avanços e também os desafios para os próximos anos.

### **2.2.3 A governança corporativa no Brasil**

A governança corporativa, como já foi mencionada, é um tema novo neste país, no entanto, os autores geralmente iniciam sua contextualização a partir da década de 1950, quando prevalecia o acionista controlador familiar. A evolução do assunto passa pela criação da Lei das Sociedades Anônimas, em 1976, pelas mudanças políticas e econômicas da década de 1990, pela criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo IBGC e pelo fortalecimento da atuação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo).

Lodi (2000) explica que a governança corporativa vem passando por um processo evolutivo há mais de 50 anos, apesar de que, este termo, em específico, atingiu sua maturidade apenas nos 1990. O autor destaca que no início, no período 1950-1960, além da forte presença do acionista controlador, os Conselhos de Administração eram utilizados como instrumentos de *lobby* e os conselheiros envolviam-se muito pouco com os negócios da empresa e com os gestores, atuando apenas de maneira consultiva.

Desde esta época até o final dos anos 1980, de acordo com Andrade e Rossetti (2009), o cenário político não contribuía para uma maior profissionalização das empresas e uma maior integração com mercados internacionais, já que o governo brasileiro, com exceção da abertura industrialista do período 1956-60, baseou-se em princípios protecionistas, impondo barreiras à entrada de competidores internacionais. Havia presença mínima de empresas estrangeiras, apenas em áreas nas quais a tecnologia nacional fosse precária, como nos setores químico, farmacêutico, automobilístico e eletroeletrônico.

O mercado de capitais, como salienta Carvalho (2002), era bastante desregulado no Brasil e, a partir da percepção de sua importância para o desenvolvimento econômico do país, o governo criou a lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. Como a maior parte das empresas era de propriedade de grupos familiares, a emissão de ações no mercado trazia o risco de perda do controle, limitando a oferta de ações. Para minimizar este problema, ainda segundo Carvalho (2002), tal legislação aumentou o limite de ações preferenciais (sem direito a voto) para 66% das ações emitidas, proporcionando a manutenção do controle com apenas 17% do capital.

Lodi (2000) acrescenta que esta lei foi um marco muito importante, fixando competências para o Conselho de Administração. Além disso, foi nesta década que surgiram os primeiros exemplos de independência nos Conselhos, tais como: Alpargatas, Monteiro Aranha, Docas e Mappin.

Já no final dos anos 1980, verificou-se uma série de mudanças políticas e econômicas no mundo, ganhando destaque o estado neoliberal, com suas proposições básicas: abertura, privatização e integração. E o Brasil não ficou à margem deste processo, participando e sendo atingido por essas mudanças (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Ainda na década de 1980, Lodi (2000) aponta a ascensão da atuação dos fundos de pensão e fundos de investimento, tipo Calpers e Fidelity. Entretanto, aqui no Brasil, o mercado acionário era ainda extremamente pequeno, com somente 80 empresas apresentando liquidez.

É dada muita ênfase a essas mudanças e suas consequências, que se ampliaram no decorrer da década de 1990. Primeiramente, destacam-se as privatizações, que, no Brasil, tiveram início em 1991, com duas empresas do setor siderúrgico e duas no setor ferroviário. Nos anos seguintes, o movimento foi se intensificando e atingiu também os setores petroquímico, de fertilizantes, de mineração, de energia elétrica, de intermediação financeira, de telecomunicações e aeronáutico. Ao todo, foram privatizadas mais de 100 empresas, as quais totalizaram US\$ 98,3 bilhões de ativos (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).



Outro aspecto levantado por Andrade e Rossetti (2009) foi a remoção das barreiras à entrada de capitais estrangeiros, os quais registraram média anual inferior a US\$ 1 bilhão na década de 1980 e passaram para US\$ 28,2 bilhões anuais no quadriênio 1998-2001. As tarifas médias de proteção do setor industrial eram superiores a 40% no final dos anos 80 e, já no final da década de 1990, estavam próximas a 12%, mantendo-se assim nestes primeiros anos do século XXI.

O terceiro fator importante nesse cenário de transformações econômicas, apontado por Andrade e Rossetti (2009), é o ciclo de fusões e aquisições, no qual ocorreram 5374 transações entre 1990 e 2007. Por fim, os autores alertam para o aumento de produtividade industrial obtido no Brasil a partir de 1989, representando uma síntese das consequências proporcionadas pelos outros aspectos citados. Isso é possível ser observado no quadro a seguir:

<b>Anos</b>	<b>Tarifas médias de importação</b>	<b>Produtividade industrial (produto p/hora trabalhada)</b>
1989	41,0	100,0
1990	32,3	96,0
1991	25,3	104,6
1992	21,2	106,8
1993	17,1	115,3
1994	14,2	12,7
1995	14,5	130,3
1996	13,6	140,9
1997	13,8	151,7
1998	16,7	160,2
1999	10,8	171,6
2000	11,5	172,5
2001	11,5	170,8
2002	12,0	170,3
2003	12,0	169,5
2004	12,5	171,2
2005	12,5	170,5
2006	13,4	172,3
2007	12,8	173,8

Quadro 2: trade-off abertura comercial-produtividade no Brasil.  
Fonte: Confederação Nacional de Indústria (CNI) - 2008.

O quadro deixa nítido o impacto que a abertura comercial causou na produtividade da indústria no país, mostrando uma correlação inversa entre as tarifas médias de importação e o índice de produtividade por hora trabalhada. Porém, faz-se necessário alertar que o aumento da produtividade pode ser atribuído também a outras variáveis, como a estabilização dos níveis inflacionários e os investimentos em modernização tecnológica.

Houve outros acontecimentos que marcaram a evolução da governança corporativa no Brasil, que foram os escândalos envolvendo pareceres de auditorias externas em alguns



bancos, entre eles: Nacional, Econômico, Bamerindus, Noroeste e Bandeirantes. Essas situações acabam renovando as discussões sobre o tema e incitando novas medidas de órgãos reguladores (LODI, 2000).

E nesse contexto foi sancionada, em 1997, a primeira alteração na Lei das S.A., sob o nº 9457, a qual, segundo Lodi (2000), manteve as atribuições do Conselho de Administração e aumentou o poder da CVM para fiscalizar.

Outras duas leis foram criadas em anos seguintes, em 2001 e 2007, lei nº 10303 e lei nº 11638 respectivamente, alterando e atualizando a legislação original imposta em 1976.

A lei promulgada em 2001, na interpretação de Silveira (2005, p. 60), objetivou, principalmente, promover maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Entre as diversas alterações, o autor destaca:

- a) o direito de os preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;
- b) o direito de os acionistas minoritários elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto;
- c) a possibilidade de participação no Conselho de Administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;
- d) a limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, em vez dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- e) o fortalecimento da CVM, concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- f) a possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os controladores e minoritários, propiciando uma forma mais rápida para a resolução de conflitos.

No entanto, apesar das melhorias observadas, o artigo 118 da nova Lei das S.A., na visão de Silveira (2005, p. 61), representou um retrocesso com relação às boas práticas de GC. Para ele, tal artigo,

que regulamenta o acordo de acionistas, estabelece no parágrafo oitavo que o voto do conselheiro representante do grupo ligado por acordo de acionistas não deverá ser computado quando sua decisão for contrária às premissas do acordo de acionistas, retirando a liberdade e independência do conselheiro e confundindo seu papel com o do acionista.

Este autor argumenta ainda que, apesar dos avanços proporcionados pela nova lei, ela não será responsável pelo fomento do mercado de capitais no Brasil, ainda mais porque na data da sua aprovação, foram vetados dez artigos e 27 parágrafos.

Com relação à lei nº 11638, de 2007, Marion (2009) observa que esta buscou enfatizar um modelo internacional de lei societária, com uma tendência forte de convergência aos padrões mundiais. A referida lei instituiu o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), o qual tem como objetivo fazer com que as companhias abertas divulguem suas demonstrações financeiras de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade a partir de 2010 e é composto pela Bovespa, ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas), APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais), CFC (Conselho Federal de Contabilidade), entre outras entidades.

Voltando a comentar a respeito da atuação da CVM, é fato que esta autarquia passou a ter maior importância, atuando de maneira bem mais rigorosa. Este órgão tem competência para disciplinar, normatizar e fiscalizar os integrantes do mercado e, de acordo com a lei que o criou, possui como objetivos:

- a) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- b) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- c) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- d) assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- e) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- f) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- g) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas (CVM, 2009).

A Bovespa também ampliou sua participação, visando educar os potenciais investidores, mostrando a importância do mercado de capitais como alternativa de

investimento. Além disso, a fusão entre BM&F e Bovespa, em 2008, deu grande representatividade à bolsa brasileira, colocando-a entre as maiores do mundo.

A governança corporativa no Brasil, além desses diversos aspectos levantados, teve como marco histórico a elaboração do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo IBGC, em 1999, estando, atualmente, em sua terceira versão. O primeiro documento focou, em essência, o funcionamento, composição e atribuições do Conselho de Administração. A segunda versão, lançada em 2001, balizou-se nos princípios da equidade entre os acionistas e da prestação responsável de contas, além de abordar todos os agentes envolvidos na governança: Conselho de Administração, Conselho Fiscal, gestores e auditoria independente (IBGC, 2009).

Já na terceira e mais atual versão do Código, divulgada em 2004, ganhou destaque a inclusão do princípio de responsabilidade corporativa, o qual busca contribuir com valores relacionados à orientação estratégica das organizações, dando ênfase também aos aspectos social e ambiental, além do econômico. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa está dividido nos seguintes tópicos: Propriedade (sócios), Conselho de Administração, Gestão, Auditoria Independente, Conselho Fiscal, Conduta e Conflito de Interesses (IBGC, 2009).

Para Silveira (2005), as recomendações do Código que merecem destaque são as que versam sobre a transparência das informações ao mercado, sugerindo que a remuneração dos conselheiros e diretores deve estar expressa no relatório anual e as informações que possam influenciar decisões de investimento devem ser divulgadas simultaneamente para todos os acionistas. Além disso, existe a sugestão para que as demonstrações financeiras sejam apresentadas sob as normas internacionais.

Para finalizar essa discussão a respeito dos fatores que foram importantes para o desenvolvimento e amadurecimento do mercado de capitais no Brasil, Silveira (2005, p. 64) conclui que:

Em síntese, o conjunto das medidas governamentais e institucionais pode contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso no qual a crescente proteção aos investidores os deixe mais seguros de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, aumentando sua disposição para pagar mais pelas ações e conseqüentemente diminuindo o custo de capital das empresas, permitindo então que as companhias utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização.

Após toda essa elucidação sobre a evolução da GC no país, especificando os acontecimentos mais marcantes nesse processo, faz-se necessário traçar um panorama da situação atual do mercado de capitais no Brasil, já que este ainda tem muito que evoluir.

Apesar dos diversos progressos conquistados pelo mercado de capitais brasileiro e que foram destacados anteriormente, este ainda enfrenta problemas relacionados à governança corporativa. Silveira (2005) traz um estudo realizado pelo IBGC, em conjunto com as empresas McKinsey & Company e Korn/Ferry International, para traçar um modelo geral de GC das empresas brasileiras listadas em bolsa.

Tal estudo foi realizado em 2001, no entanto, algumas características negativas observadas no início da década permanecem ainda inalteradas ou mal resolvidas, as quais são citadas a seguir: presença de acionistas minoritários pouco ativos; alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do Conselho representando os interesses dos acionistas controladores e remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante.

Dando continuidade ao panorama atual do mercado de capitais no Brasil, Andrade e Rossetti (2009) enfatizam a evolução da quantidade de empresas com ações negociadas em bolsa no período 1995-2008. O quadro abaixo mostra esses dados:

Anos	Companhias com ações negociadas em bolsa <sup>1</sup>
1995	543
1996	550
1997	536
1998	527
1999	478
2000	459
2001	428
2002	399
2003	369
2004	358
2005	343
2006	350
2007	404
2008	393

<sup>1</sup> em novembro de cada ano

Quadro 3: evolução das companhias com ações em bolsa – período 1995-2008.

Fonte: CVM - Assessoria Econômica (2009).

No período 1995-2005 constata-se uma clara tendência de diminuição do número de empresas negociando suas ações em bolsa, saindo de 543 para 343 companhias. Apenas a partir de 2005 é que houve uma melhora nesses números.

Essa redução pode ser atribuída a vários fatores, contudo, na visão de Andrade e Rossetti (2009), merecem destaque: a nova Lei das S.A., que afugentou da bolsa diversas

empresas que não estavam preparadas para lidar com seus acionistas minoritários; a volatilidade acentuada do mercado acionário brasileiro e a redução dos investimentos produtivos em relação ao Produto Nacional Bruto, determinado principalmente pela maior atratividade do mercado de renda fixa, alto custo de capital e alta carga tributária sobre as empresas. Outro dado interessante, apresentado por Andrade e Rossetti (2009), é que das 500 maiores sociedades anônimas do Brasil, apenas 213 (42,6%) têm capital aberto.

Finalmente, para completar a explanação sobre a evolução da governança corporativa no Brasil, é essencial abordar as iniciativas mais importantes realizadas com o intuito de dar maior maturidade ao mercado de capitais, entre elas, a criação dos níveis diferenciados de GC pela Bovespa, que são tratados nos tópicos seguintes.

#### **2.2.4 Níveis diferenciados de governança corporativa**

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo deu um passo importantíssimo no processo de amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, criando os níveis diferenciados de governança corporativa, Níveis 1 e 2 e o Novo Mercado, estimulando o interesse dos investidores e a valorização das empresas.

As empresas listadas nesses segmentos comprometem-se a oferecer aos seus acionistas maior transparência na gestão como um todo, ampliando direitos dos acionistas minoritários, divulgando maior volume de informações e com mais qualidade. O objetivo central é conferir maior credibilidade ao mercado acionário, proporcionando aumento de confiança por parte dos investidores, que se dispõem a pagar um preço melhor pelas ações das empresas que melhoram seu nível de GC, reduzindo, assim, seu custo de captação (BOVESPA, 2009).

A adesão a esses segmentos especiais é formalizada através de um contrato, do qual participam a Bovespa e a empresa interessada, representada pelos seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. As companhias, então, devem seguir e obedecer ao Regulamento de Listagem do segmento a que estão aderindo (BOVESPA, 2009).

##### **2.2.4.1 Nível 1 de governança corporativa**

Este segmento de listagem é o mais básico e as companhias abertas que aderem ao Nível 1, de acordo com a Bovespa (2009), tem como obrigações adicionais à legislação:

- a) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa, entre outras;
- b) melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) a demonstração dos fluxos de caixa, entre outras;
- c) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- d) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- e) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.;
- f) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- g) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- h) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- i) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

As companhias que fazem parte deste segmento, conforme dados da Bovespa (2009), estão listadas no Quadro 5 (ANEXO A). Atualmente, são 40 as empresas que participam do Nível 1. A inauguração deste nível ocorreu em 2001, com a adesão de 15 empresas.

#### 2.2.4.2 Nível 2 de governança corporativa

As companhias que optam por aderir ao Nível 2 assumem os compromissos relativos ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de obrigações. Segundo a Bovespa (2009), as exigências são as seguintes:

- a) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;

- b) Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- c) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral;
- d) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- e) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- f) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

No Quadro 6 (ANEXO B), é possível visualizar as empresas que pertencem ao Nível 2 de governança corporativa, de acordo com a Bovespa (2009), totalizando 18 companhias listadas neste segmento. A inauguração deste nível se deu em 2002, com três adesões.

#### 2.2.4.3 Novo Mercado (NM)

Este segmento de listagem é o mais completo e, como explica Carvalho (2003), foi uma iniciativa inspirada no *Neuer Markt* alemão, o qual oferece forte proteção ao acionista minoritário. Um aspecto relevante é que a criação alemã não necessitou de alteração na legislação. Dessa forma, cria um diferencial no mercado, fazendo com que empresas adiram a este segmento por considerar vantajoso e não por ser uma imposição da lei (CARVALHO, 2002).

As exigências para a adesão ao Novo Mercado são semelhantes às daquelas do Nível 2, porém acrescentando dois aspectos importantes. Primeiramente, aceita-se, no Novo Mercado, somente a negociação de ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto. Além disso, a regra de *tag along* prevê que, em caso de venda do controle acionário, o comprador deve estender a oferta a todos os demais acionistas, proporcionando o mesmo tratamento dado ao grupo de controle (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Andrade e Rosetti (2009) acrescentam que o Novo Mercado está focado em empresas que venham a abrir o capital com distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões, empresas de capital aberto que tenham, no mínimo, 500 acionistas, apenas com ações ordinárias ou ainda em empresas de capital aberto que queiram converter ações preferenciais em ordinárias.

O Quadro 7 (ANEXO C) apresenta todas as empresas que estão listadas no Novo Mercado, de acordo com a Bovespa (2009). Atualmente, este é o segmento com o maior número de participantes, totalizando 99 companhias. As adesões ao nível mais completo de GC intensificaram-se nos anos de 2005, 2006 e 2007, com 12, 23 e 55 listagens, respectivamente (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). A maioria das empresas que abriram o capital desde 2005 listou-se no Novo Mercado, demonstrando a importância que vem sendo dada à governança corporativa.

### 2.3 CRITÉRIOS DE ANÁLISE E AVALIAÇÃO DE AÇÕES

A presente pesquisa propõe-se a verificar se existe relação entre a migração das empresas para o Novo Mercado e desempenho, liquidez e precificação das ações. O intuito é analisar como a adoção de melhores práticas de governança corporativa impactam nesses aspectos descritos. Para isso, essa seção aborda os critérios de avaliação utilizados para a obtenção dos resultados neste trabalho.

Primeiramente, cabe destacar o conceito de ações, as quais, de acordo com Assaf Neto (1999, p. 181), “constituem-se em títulos representativos da menor fração do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia)”.

Este autor ainda aponta que uma ação não possui prazo de resgate, no entanto, podem ser convertidas em dinheiro a qualquer momento por meio de negociação no mercado.

Existem basicamente dois tipos de ações, as ordinárias e as preferenciais. As primeiras, como explica Assaf Neto (1999), dão direito a voto nas assembleias da empresa, com cada ação representando um voto. Já as ações preferenciais, não atribuem aos seus titulares o direito a voto, porém, proporcionam certos benefícios, tais como: prioridade no recebimento de dividendos e prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa.

Com relação aos valores monetários das ações, ressalta-se que podem ser definidos conforme os objetivos da análise, podendo ser de seis tipos: nominal, patrimonial, intrínseco, de liquidação, de subscrição e de mercado (ASSAF NETO, 1999). Neste trabalho, será dado



destaque para os valores de mercado e patrimonial, os quais serão utilizados na análise dos dados.

Assaf Neto (1999, p. 184) aponta que o valor patrimonial de uma ação “representa a parcela do capital próprio (patrimônio líquido) da sociedade que compete a cada ação emitida”. Esse valor é determinado pelo total do patrimônio líquido dividido pelo número de ações emitidas.

Já o valor de mercado, ainda segundo Assaf Neto (1999, p. 185), é determinado pelo efetivo preço de negociação da ação em bolsa de valores. Esse valor é definido “a partir das percepções dos investidores e de suas estimativas com relação ao desempenho da empresa e da economia”.

Nesse sentido, destaca-se a importância dos índices financeiros para a análise do desempenho empresarial. Tais indicadores, de acordo com Gitman (1984), são de interesse dos credores, dos acionistas existentes e potenciais, além da própria administração da companhia.

Os índices são subdivididos em grupos, os quais, segundo Gitman (1984) e Brigham e Houston (1999), são: índices de liquidez, de atividade, de endividamento, de rentabilidade e de mercado. Quanto a esses índices, será dada ênfase ao indicador de mercado preço/valor patrimonial (P/VPA), já que é o único índice utilizado na análise desta pesquisa.

O índice de mercado preço/valor patrimonial (P/VPA), de acordo com Brigham e Houston (1999), fornece uma indicação de como os investidores veem a empresa, ou seja, quanto maior esse quociente, significa que os investidores estão dispostos a pagar mais por cada real do valor contábil da empresa.

Para auxiliar na compreensão dos resultados desta pesquisa, é necessário também explicar o Índice Bovespa, que é o principal indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Segundo a própria Bovespa (2009), este índice começou a ser calculado em 1968 e, desde então, não sofreu modificações metodológicas na sua série histórica.

O Ibovespa, como é chamado, representa “o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética”. Além disso, este índice reflete também a distribuição de proventos das empresas que o compõem, isto é, considera o retorno total de suas ações (BOVESPA, 2009).

Com o intuito de manter sua representatividade, o Ibovespa é reavaliado a cada quatro meses, mantendo ao máximo sua proximidade com relação ao comportamento médio do mercado. Fazem parte do índice as ações que respondem por mais de 80% do número de

negócios e do volume financeiro do mercado à vista (lote-padrão) da Bovespa (BOVESPA, 2009).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Método científico, segundo Gil (1994), é o conjunto de artifícios intelectuais e técnicos adotados para se alcançar o conhecimento. Vergara (2007) acrescenta que o desenvolvimento de uma metodologia ajustada é primordial, já que envolve métodos, técnicas e instrumentos utilizados nas etapas desenvolvidas durante o trabalho para alcançar os objetivos.

Este capítulo trata da metodologia utilizada para a realização desta pesquisa. Descreve-se tipo e abordagem do trabalho, amostragem e variáveis analisadas, coleta de dados, análise e tratamento dos dados, bem como limitações da pesquisa.

#### 3.1 TIPO E ABORDAGEM DA PESQUISA

Existem diversas caracterizações diferentes para descrever uma pesquisa acadêmica, e Lakatos e Marconi (1990, p. 19) afirmam que “os critérios para a classificação dos tipos de pesquisa variam de acordo com o enfoque dado pelo autor”.

Uma primeira classificação que pode ser feita é dividindo a pesquisa científica em dois tipos, segundo Ander-Egg (apud LAKATOS; MARCONI, 1990): pesquisa pura ou fundamental, que visa o progresso científico, sem preocupações de usá-lo na prática e a pesquisa aplicada, caracterizada pelo interesse prático, ou seja, os resultados são utilizados na solução de problemas reais. Dessa forma, o presente estudo enquadra-se na pesquisa aplicada, já que se pretende verificar os reais impactos da adesão ao Novo Mercado no desempenho, na precificação e na liquidez das ações das empresas analisadas.

A pesquisa também pode ser classificada quanto aos seus objetivos e, de acordo com Gil (1994), são três os tipos sob esse ponto de vista:

- a) pesquisa exploratória: procura ampliar o conhecimento sobre determinado tema, buscando explorar a realidade para, em seguida, fazer uma pesquisa descritiva;
- b) pesquisa descritiva: tem o objetivo de descrever as características de determinada realidade, fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Envolve a utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados;
- c) pesquisa explicativa: busca identificar fatores determinantes no desencadeamento dos fenômenos, aprofundando o conhecimento da realidade, pois explica as razões de determinada ocorrência, ou seja, causa e efeito do evento social.

Então, quanto aos objetivos, este trabalho classifica-se como pesquisa descritiva, pois objetiva apontar as relações existentes entre a migração para o Novo Mercado e o desempenho, liquidez e precificação das ações.

Vergara (2007) adota o critério de classificação quanto aos meios de investigação, podendo a pesquisa ser, sob essa taxonomia: pesquisa de campo, pesquisa de laboratório, documental, bibliográfica, experimental, *ex post facto*, participante, pesquisa-ação e estudo de caso.

Considerando esta classificação, a presente pesquisa é *ex post facto*, por se tratar de uma pesquisa na qual o fenômeno de interesse (migração ao Novo Mercado) já ocorreu anteriormente e será estudado após seu acontecimento, além de o pesquisador não ter controle direto sobre as variáveis independentes (GIL, 1994). As caracterizações de pesquisa bibliográfica e documental serão abordadas no tópico referente à coleta de dados (3.3).

Outra caracterização a ser feita é com relação à abordagem, que pode ser quantitativa ou qualitativa. Cabe destacar que estes dois métodos não se excluem, ou seja, toda pesquisa pode ser ao mesmo tempo quantitativa e qualitativa (TRIVIÑOS, 1987).

Diante do exposto, coloca-se que esta pesquisa classifica-se predominantemente como qualitativa, mas também quantitativa. O primeiro método possui algumas características essenciais que permitem a identificação de uma pesquisa qualitativa, que, de acordo com Godoy (apud NEVES, 1996) são as seguintes: o ambiente natural como fonte direta de dados e o pesquisador como instrumento fundamental, o caráter descritivo e o enfoque indutivo.

Neves (1996) complementa afirmando que a elaboração de um estudo qualitativo presume um corte temporal-espacial de determinado fenômeno por parte do pesquisador, que define a dimensão na qual o trabalho se desenvolverá. Esses argumentos explicam a abordagem qualitativa da presente pesquisa, já que esta possui um recorte temporal-espacial bem definido e busca descrever as oscilações no desempenho, na liquidez e na precificação das ações das empresas que migraram para o Novo Mercado da Bovespa, bem como induzir os impactos desta adesão sobre as variáveis analisadas.

Já a abordagem quantitativa, a qual também se enquadra para este trabalho, busca traduzir em números informações para classificá-las e analisá-las. Prima pela precisão dos resultados, empregando técnicas estatísticas (percentagem, média, análise de regressão, etc.) (SOUZA; FIALHO; OTANI, 2007). Esse tipo de abordagem é identificado nesta pesquisa na parte final, em que é feita uma análise geral dos resultados obtidos, apresentando quantitativamente a evolução de cada indicador no universo total.

### 3.2 AMOSTRAGEM E VARIÁVEIS ANALISADAS

O processo de amostragem é muito comum nas pesquisas científicas nas quais se quer conhecer características de uma população. Dessa forma, a partir dos resultados da amostra, obtêm-se estimativas para toda a população (BARBETTA, 2005).

No entanto, Barbetta (2005) argumenta que a realização de amostragem não é interessante em alguns casos, entre eles, quando a população é pequena e/ou as características são de fácil mensuração.

Considerando as colocações do autor, salienta-se que esta pesquisa não utiliza o processo de amostragem para auferir seus resultados, fazendo a análise em todos os elementos do universo de interesse, ou seja, um censo. A análise deste trabalho tem como foco as empresas que migraram de outros segmentos (Níveis 1 e 2 e mercado tradicional) para o Novo Mercado da Bovespa, formando um universo de 18 companhias. O período de abrangência das adesões foi de abril de 2002, quando a primeira empresa (Sabesp) fez essa migração, até julho de 2008, mês de adesão da última empresa (Estácio Participações) até o momento.

Portanto, a população é relativamente pequena considerando-se as mais de 100 companhias que estão listadas atualmente no segmento mais exigente da Bovespa. Não foram levadas em consideração aquelas que já abriram o capital diretamente no Novo Mercado.

As análises de cada empresa compreendem: o desempenho das ações na Bovespa após a migração ao Novo Mercado; a variação da liquidez em número de negócios realizados, antes e depois da migração; a variação do indicador preço de mercado/valor patrimonial, também antes e depois da adesão.

### 3.3 COLETA DE DADOS

De acordo com Lakatos e Marconi (1990, p. 30), a coleta de dados é a “etapa da pesquisa em que se inicia a aplicação dos instrumentos elaborados e das técnicas selecionadas, a fim de se efetuar a coleta dos dados previstos”.

Com relação aos procedimentos utilizados na coleta de dados, Gil (1994) aponta dois grupos distintos: um engloba a pesquisa bibliográfica e documental e o outro está relacionado às pessoas. No presente trabalho, não houve coleta de dados diretamente através de pessoas, já que todas as informações necessárias para a análise dos dados estão disponíveis na *internet* e no programa Economática.

A pesquisa bibliográfica, segundo Vergara (2007, p. 48), é assim classificada por ser um “estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral.” Köche (1997, p. 122) acrescenta que este tipo de pesquisa visa “conhecer e analisar as principais contribuições teóricas existentes sobre um determinado tema.” Ainda segundo este autor, a pesquisa bibliográfica é um instrumento indispensável para qualquer tipo de estudo.

Diante disso, salienta-se a importância das obras citadas neste trabalho para embasar o assunto tratado e contribuir na compreensão dos resultados obtidos. Uma pesquisa bibliográfica foi realizada buscando trazer, além dos princípios e conceitos tradicionais, questões e informações mais recentes sobre mercado de capitais e governança corporativa. Alguns autores merecem destaque para a fundamentação do conteúdo abordado, os quais são: Andrade e Rossetti, Silveira, Lodi, Assaf Neto, entre outros.

Com relação à análise documental citada por Gil (1994), aponta-se a utilização de alguns códigos e cartilhas de melhores práticas de governança corporativa, principalmente do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que também agregaram para a apresentação dos conceitos mais abordados neste trabalho.

As principais fontes de coleta de dados para a realização das análises deste trabalho foram: o *software* Economática e os *sites* do IBGC, da CVM, da BM&FBovespa, do jornal Valor Econômico e das empresas analisadas.

Para listar todas as empresas que migraram de outros segmentos da Bovespa para o Novo Mercado, atendendo ao primeiro objetivo específico deste trabalho, foi necessária uma pesquisa no *site* do jornal Valor Econômico, através de notícias de edições anteriores, bem como nos *sites* das próprias empresas.

Em atenção ao segundo objetivo específico proposto, utilizou-se o programa Economática para gerar os gráficos comparando o desempenho das ações das empresas do universo da pesquisa com o Ibovespa nos doze meses subsequentes à data de migração.

O terceiro objetivo específico, de comparar a variação da liquidez das ações das empresas em relação ao total da Bovespa, foi cumprido em duas etapas. Primeiramente, coletou-se o histórico da quantidade de negócios realizados com as ações das empresas e também do histórico do total da Bovespa.

Em seguida, através do programa Excel, foram gerados os quadros e gráficos comparativos no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da data de migração de cada empresa para o Novo Mercado. Salienta-se que, neste aspecto, comparou-se

também a evolução da representatividade da liquidez da empresa em relação ao total da Bovespa.

Dessa mesma forma procedeu-se para o atingimento do último objetivo específico, o qual pede uma comparação da evolução média do indicador preço de mercado/valor patrimonial (P/VPA) de cada uma das empresas do universo da pesquisa no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da data de migração para o Novo Mercado.

O banco de dados do programa Economática foi utilizado para a obtenção do histórico das cotações e da liquidez das ações, bem como do indicador preço de mercado/valor patrimonial (P/VPA) de todas as empresas analisadas. Além disso, este *software* foi utilizado para a obtenção dos gráficos comparativos com o desempenho de cada empresa com o Ibovespa.

Os *sites* do IBGC, da CVM e da BM&FBovespa foram acessados para a obtenção de quadros, dados históricos, entre outras informações sobre o mercado de capitais brasileiro. Utilizou-se as informações dos *sites* das companhias pertencentes ao universo pesquisado para a caracterização destas.

### 3.4 ANÁLISE E TRATAMENTO DOS DADOS

No presente trabalho, cada empresa pertencente ao universo pesquisado foi analisada de forma individual quanto a desempenho, precificação e liquidez de suas ações. Primeiramente, é apresentado um gráfico comparando o desempenho da empresa analisada com o do Ibovespa nos doze meses seguintes à migração desta para o Novo Mercado. Em seguida, analisa-se a evolução da liquidez das ações (pelo número de negócios) da empresa em relação ao total negociado na bolsa no período compreendido entre seis meses antes e seis meses após a adesão.

Além disso, apresenta-se uma análise da evolução do indicador preço de mercado/valor patrimonial (P/VPA) em virtude da migração, com amplitude de seis meses antes e seis meses depois da mudança de segmento. Este indicador permite identificar quanto os investidores estão dispostos a pagar pela ação além de seu valor contábil.

Na sequência, os dados obtidos individualmente são tabulados para uma análise geral da evolução de cada indicador. Dessa forma, será possível inferir quantitativamente quais os impactos causados pela migração em cada um dos indicadores verificados.

### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A realização desta pesquisa envolve algumas limitações que precisam ser elencadas, visando apontar a abrangência e amplitude dos resultados obtidos. Primeiramente, existe a limitação da análise das empresas que aderiram ao Novo Mercado (NM) até abril de 2009.

Em segundo lugar, as análises estão focadas nas empresas que migraram de outros segmentos para o NM, e não daquelas que abriram seu capital diretamente neste segmento. Dessa forma, este estudo se limita a demonstrar os impactos apenas nas empresas que já negociavam suas ações na bolsa.

Outra limitação importante refere-se ao fato de que estão sendo analisados dados apenas das empresas que migraram ao Novo Mercado, sendo desconsideradas aquelas que aderiram aos outros dois segmentos, Níveis 1 e 2 de governança corporativa.

Há também a limitação temporal, já que é avaliado o desempenho das ações nos doze meses subsequentes à adesão ao Novo Mercado e, com relação à liquidez e ao indicador P/VPA, o período de análise é de um ano, sendo compreendido por seis meses antes e seis meses depois da ascensão de segmento.

Por fim, com relação à análise de dados, limitou-se a avaliar os efeitos da adesão ao Novo Mercado sobre o desempenho e liquidez das ações, bem como sobre o índice preço de mercado/valor patrimonial (P/VPA).



## 4 ANÁLISE DE DADOS

Este capítulo apresenta as análises dos dados coletados, referentes a todos os elementos do universo de pesquisa, composto por 18 empresas. Cabe ressaltar novamente que as companhias escolhidas para análise são aquelas que abriram o capital na Bovespa (exceto no Novo Mercado) e depois de algum tempo acabaram migrando para o Novo Mercado, segmento mais exigente de governança corporativa. Diante disso, verificou-se que as empresas que atendem a esse critério são as seguintes: Sabesp, Light, Cyrela, Tractebel, Perdigão, Embraer, Banco do Brasil, Eternit, Indústrias Romi, WEG, Drogasil, Cia. Hering, Ideiasnet, Iochpe-Maxion, Magnesita, Equatorial Energia, Portobello e Estácio Participações.

A análise envolve a avaliação dos impactos da migração ao Novo Mercado no desempenho, liquidez e precificação das ações. Com relação ao primeiro aspecto, foi realizada uma comparação entre o desempenho da ação de cada empresa com o do Ibovespa nos doze meses subsequentes à adesão ao NM. Com o intuito de facilitar a comparação, os gráficos foram ajustados em base 100, ou seja, os valores originais das cotações de cada empresa e da pontuação do Ibovespa foram redimensionados de maneira que seus valores na data inicial dos gráficos sejam 100.

Quanto à liquidez, verificou-se a variação do número de negócios realizados de cada ativo no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração. Além disso, comparou-se a liquidez das ações de cada empresa com a liquidez total da Bovespa, a fim de apontar a representatividade de cada ativo.

O terceiro aspecto, o indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA), foi analisado individualmente para cada companhia também no período que se estende dos seis meses anteriores à migração aos seis meses seguintes a este acontecimento. Por fim, apresentou-se uma análise geral, que aponta de forma quantitativa os resultados obtidos nessa pesquisa.

A ordem escolhida para a apresentação dos resultados de cada empresa teve como critério a ordem cronológica de migração para o Novo Mercado. Cabe destacar ainda que foi feita uma breve caracterização de cada companhia, informando o setor de atuação e a data a qual houve a estreia no NM.

#### 4.1 SABESP

A Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (SABESP) é uma empresa de economia mista, de capital aberto, que tem como principal acionista o Governo do Estado de São Paulo. É uma concessionária de serviços sanitários, responsável pelo planejamento, construção e operação de sistemas de água e esgoto (doméstico e industrial) em 366 municípios paulistas. A empresa lançou suas ações na Bovespa em 1996 e, no dia 24 de abril de 2002, fez sua migração para o Novo Mercado (SABESP, 2009).

O Gráfico 1 apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Sabesp e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à migração da empresa para o Novo Mercado.



Gráfico 1: comparação SABESP X Ibovespa entre 24/04/2002 e 24/04/2003.

Fonte: Economática (2009).

Analisando o Gráfico 1, verifica-se que as ações da SABESP apresentaram desempenho inferior ao do Ibovespa nos doze meses seguintes à sua migração para o Novo Mercado, com um rendimento 25,05% menor. É possível identificar que apenas nos primeiros dias a empresa superou o principal índice da bolsa brasileira, já no restante do período se desvalorizou bem mais.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a Tabela 1 mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da SABESP para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação à Bovespa.

Tabela 1: comparação quantidade de negócios/dia: SABESP X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	SABESP	BOVESPA	
out/01	76,2	13722,2	0,0056
nov/01	114,5	17085,3	0,0067
dez/01	128,6	16386,7	0,0078
jan/02	123,2	13185,0	0,0093
fev/02	165,9	15208,1	0,0109
mar/02	136,6	15378,0	0,0089
abr/02	174,2	13694,6	0,0127
mai/02	295,1	12598,4	0,0234
jun/02	192,3	13997,3	0,0137
jul/02	171,8	14685,7	0,0117
ago/02	268,3	17759,6	0,0151
set/02	169,3	13823,8	0,0122
out/02	173,3	16514,7	0,0105

Fonte: elaborada pelo autor.

A partir da constatação desta tabela, percebe-se que houve um aumento significativo no número de negócios realizados com as ações da SABESP no mês da migração (abril/02) e, principalmente, no mês de maio, chegando à média de 295,1 negócios por dia. Porém, nos meses seguintes, esse patamar de liquidez não foi mantido. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 2 a seguir demonstra esta relação.

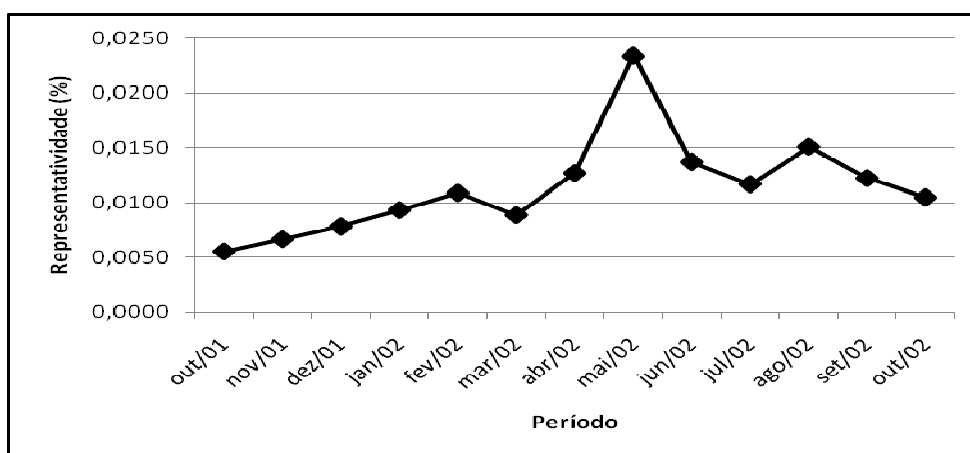


Gráfico 2: representatividade da liquidez da SABESP em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se no Gráfico 2 que a representatividade dos negócios da SABESP em relação ao total realizado na bolsa subiu muito nos meses de abril e maio de 2002, período subsequente à migração da empresa para o NM, atingindo quase 0,025% do total. No entanto, esta relação acabou baixando e fechou outubro com 0,01%, o dobro do que estava em outubro do ano anterior (2001).

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 3 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 24 de outubro de 2001 até 24 de outubro de 2002.

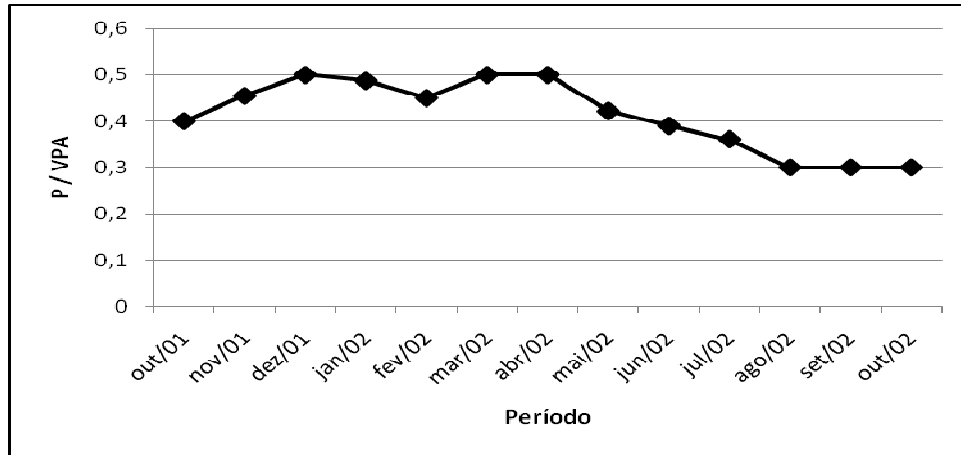


Gráfico 3: evolução do indicador P/VPA da SABESP.

Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico acima permite inferir que as ações da SABESP passaram a ser pior precificadas, com relação ao seu valor contábil, após a migração para o Novo Mercado. O indicador estava em 0,5 quando a empresa mudou de segmento e, seis meses depois, estava marcando 0,3. Dessa forma, pode-se verificar que o mercado passou a descontar ainda mais o capital investido pelos acionistas depois da migração.

#### 4.2 LIGHT

A Light S.A. faz parte de um grupo empresarial do setor energético que faz os serviços de geração, transmissão e distribuição de energia, e começou a operar no Brasil no início dos anos 1900. A empresa fez sua migração para o Novo Mercado no dia 28/07/2005 (LIGHT, 2009).

O Gráfico 4 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Light e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à migração da empresa para o Novo Mercado.



Gráfico 4: comparação Light X Ibovespa entre 28/07/2005 e 28/07/2006.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, a partir do Gráfico 4, que as ações da Light tiveram um desempenho mais fraco do que o Ibovespa nos doze meses seguintes à sua migração para o Novo Mercado, 54,12% abaixo da média do mercado. É possível identificar impactos positivos apenas nas primeiras semanas subsequentes à migração, de maneira semelhante ao que ocorreu com a SABESP, analisada anteriormente.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a Tabela 2 mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Light para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação à Bovespa.

Tabela 2: comparação quantidade de negócios/dia: Light X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Light	BOVESPA	
jan/05	137,5	25290,5	0,0054
fev/05	137,2	35602,0	0,0039
mar/05	74,0	32150,9	0,0023
abr/05	78,7	31843,0	0,0025
mai/05	77,1	26542,1	0,0029
jun/05	202,0	30858,2	0,0065
jul/05	142,6	30917,0	0,0046
ago/05	230,9	32802,6	0,0070
set/05	358,0	35548,5	0,0101
out/05	241,6	40842,8	0,0059
nov/05	261,6	33156,0	0,0079
dez/05	338,5	35559,5	0,0095
jan/06	519,2	42754,3	0,0121

Fonte: elaborada pelo autor.

A partir da constatação desta tabela, percebe-se nitidamente o aumento na quantidade de negócios realizados com as ações da Light logo após a adesão ao NM (julho/05). E esse crescimento na liquidez se mostrou consistente nos meses seguintes, atingindo um pico em janeiro de 2006, mês que apresentou média de quase 520 negócios por dia. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 5 a seguir demonstra esta relação.

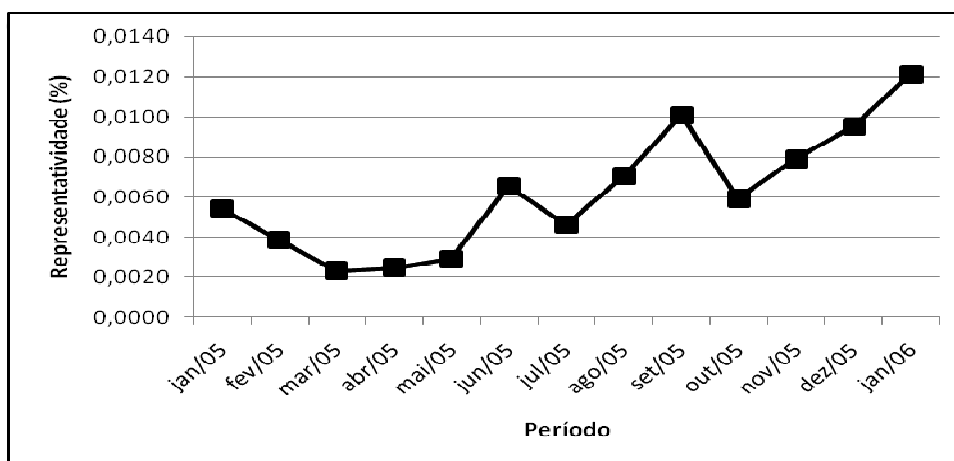


Gráfico 5: representatividade da liquidez da Light em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se no Gráfico 5 que a representatividade dos negócios da Light em relação ao total realizado na bolsa apresentou uma clara tendência de alta após a migração da empresa para o NM, em julho de 2005. Em um ano, passou de 0,006% do total da bolsa para 0,014%.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 6 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 28 de fevereiro de 2005 até 28 de fevereiro de 2006.

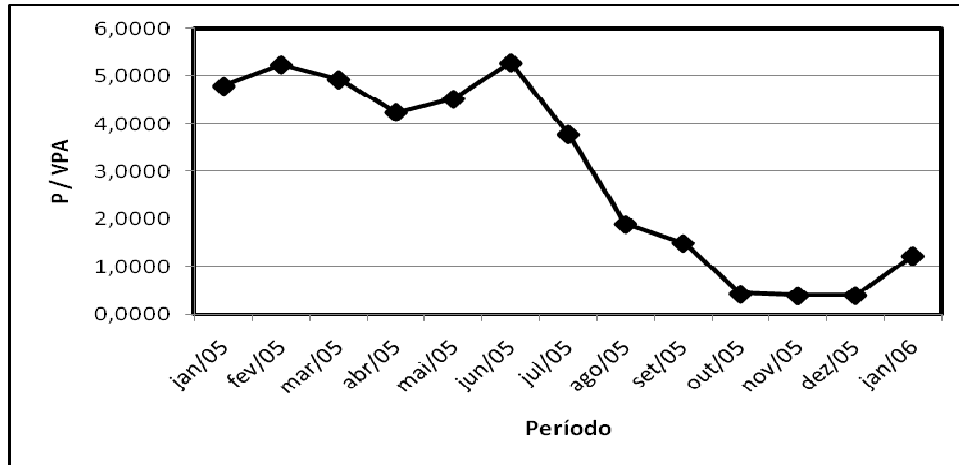


Gráfico 6: evolução do indicador P/VPA da Light.

Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico anterior permite inferir que as ações da Light, da mesma forma que as da SABESP, passaram a ser pior precificadas, com relação ao seu valor contábil, após a migração para o Novo Mercado. O índice oscilou entre 4 e 5 até a data da migração, no entanto, começou a cair na sequência, chegando a atingir 0,4 em outubro, novembro e dezembro de 2005, e apenas no mês de janeiro se recuperou um pouco, fechando o período de análise em 1. Dessa forma, pode-se verificar que o mercado passou a descontar mais o capital investido pelos acionistas depois da migração.

#### 4.3 CYRELA BRAZIL REALTY

A Cyrela Brazil Realty é uma empresa do ramo de incorporações imobiliárias e está há mais de 40 anos no mercado. Seu foco são empreendimentos residenciais de alto e médio padrão, *shopping centers*, pavilhões de feiras e eventos, edifícios comerciais, hoteleiros e produtos para investidores, como os fundos imobiliários de varejo. A empresa ingressou no Novo Mercado da Bovespa no dia 21 de setembro de 2005 (CYRELA, 2009).

O Gráfico 7 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Cyrela Realty e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.



Gráfico 7: comparação Cyrela Realty X Ibovespa entre 21/09/2005 e 21/09/2006.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 7, que as ações da Cyrela Brazil Realty tiveram um desempenho superior ao do Ibovespa na maior parte do tempo, encerrando o período de análise 38,96% mais valorizadas que a média do mercado.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre dois meses antes e seis meses depois da migração da Cyrela para o Novo Mercado. Salienta-se que o período de análise para esta empresa é diferente das demais em função da falta de dados anteriores a julho de 2005, já que este foi o mês de abertura de capital da Cyrela. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.



Tabela 3: comparação: quantidade de negócios/dia Cyrela X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Cyrela	Bovespa	
jul/05	2,0	30917,0	0,0001
ago/05	6,4	32802,6	0,0002
set/05	228,3	35548,5	0,0064
out/05	104,2	40842,8	0,0026
nov/05	187,8	33156,0	0,0057
dez/05	190,0	35559,5	0,0053
jan/06	163,6	43252,9	0,0038
fev/06	161,3	48759,4	0,0033
mar/06	143,6	45586,4	0,0032

Fonte: elaborada pelo autor.

A tabela 3 mostra que no período imediatamente posterior à adesão da Cyrela Realty ao Novo Mercado a liquidez aumentou significativamente, passando de 6,4 negócios/dia (agosto/2005) para 228,3 negócios/dia (setembro/2005). Porém, nos meses seguintes, esse nível de liquidez foi caindo, encerrando março de 2006 com média de 143,6 negócios/dia, acima dos 2,0 iniciais. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 8 a seguir demonstra esta relação.

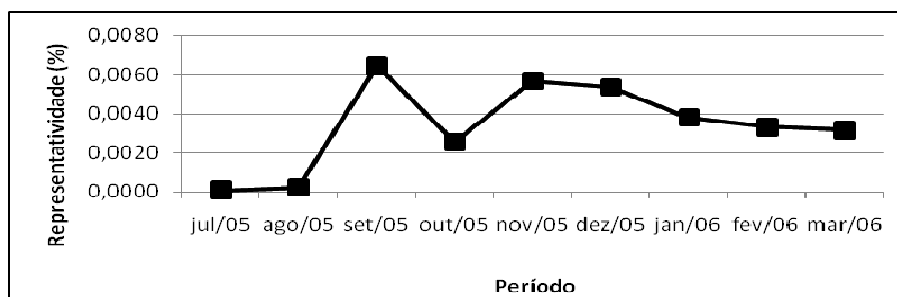


Gráfico 8: representatividade da liquidez da Cyrela em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se no Gráfico 8 que a representatividade dos negócios da Cyrela Realty em relação ao total realizado na bolsa aumentou de maneira significativa no mês de setembro de 2005, logo após a adesão ao NM. Já nos meses seguintes, essa porcentagem não se manteve, mesmo assim, fechou consideravelmente acima do patamar de antes da migração.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 9 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 01 de julho de 2005 até 21 de março de 2006.

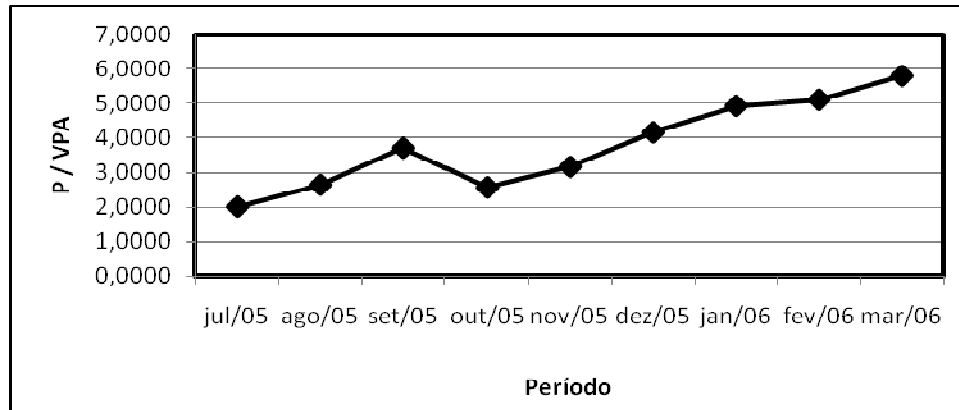


Gráfico 9: evolução do indicador P/VPA da Cyrela.

Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do gráfico anterior constata-se que o indicador P/VPA demonstrou uma tendência de alta no período analisado, passando de 2,6 antes da migração para 5,8 em março de 2006.

#### 4.4 TRACTEBEL

Pertencente ao grupo Suez, a Tractebel atua no Brasil na geração de energia elétrica. Desde 1998 que a empresa negocia suas ações na Bovespa, porém estreou no Novo Mercado em 09/12/2005 (TRACTEBEL, 2009).

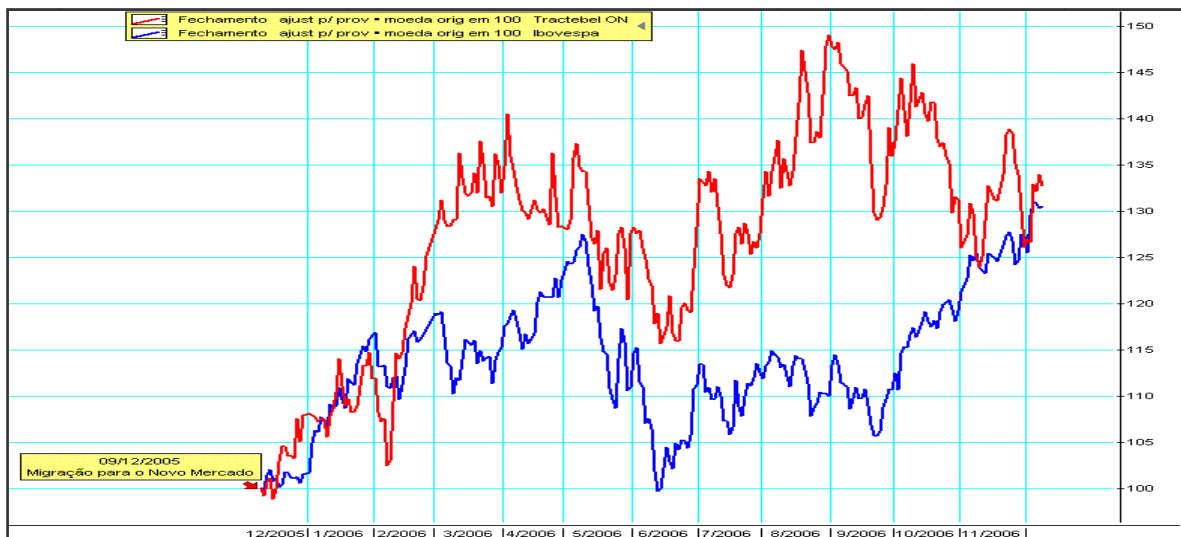


Gráfico 10: comparação Tractebel X Ibovespa entre 09/12/2005 e 09/12/2006.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 10, que as ações da Tractebel tiveram um desempenho superior ao do Ibovespa no ano seguinte à sua migração para o Novo Mercado, ficando 15,25% acima da média do mercado. Verifica-se que a diferença de desempenho

chegou a ser bem maior, principalmente no mês de agosto de 2006, no entanto, o índice da bolsa brasileira recuperou-se no final do período analisado.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Tractebel para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 4: comparação quantidade de negócios/dia: Tractebel X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Tractebel	Bovespa	
jun/05	107,6	29165,3	0,0037
jul/05	110,0	30917,0	0,0036
ago/05	158,7	32802,6	0,0048
set/05	63,1	35548,5	0,0018
out/05	49,3	40842,8	0,0012
nov/05	64,4	33156,0	0,0019
dez/05	649,9	35559,5	0,0183
jan/06	320,7	43252,9	0,0074
fev/06	288,1	48759,4	0,0059
mar/06	159,7	45689,4	0,0035
abr/06	152,1	46620,2	0,0033
mai/06	239,8	56210,5	0,0043
jun/06	210,0	54227,0	0,0039

Fonte: elaborada pelo autor.

A partir da constatação desta tabela, percebe-se nitidamente o aumento na quantidade de negócios realizados com as ações da Tractebel logo após a adesão ao NM (dezembro/05), atingindo média de quase 650 negócios por dia. No entanto, nos meses seguintes, a liquidez dos ativos diminuiu de maneira consistente, mesmo assim, ficando acima do que era verificado antes da migração. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 11 a seguir demonstra esta relação.

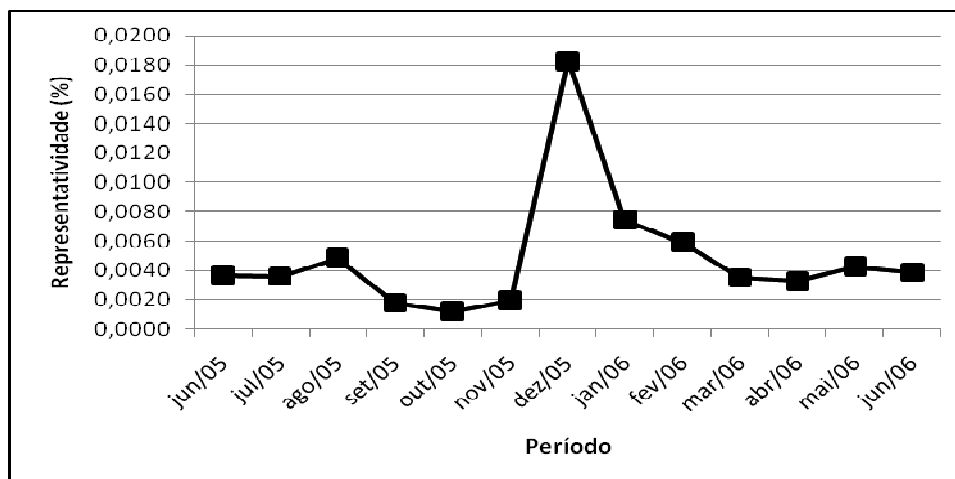


Gráfico 11: representatividade da liquidez da Tractebel em relação à Bovespa.  
Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se neste gráfico que a representatividade dos negócios da Tractebel em relação ao total realizado na bolsa apresentou um crescimento relativamente alto no mês que a empresa migrou para o NM, em dezembro de 2005, passando de 0,002% (novembro) para 0,018% (dezembro). Em seguida, a representatividade voltou a baixar, fechando junho de 2006 no mesmo patamar de um ano antes.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 12 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 9 de junho de 2005 até 9 de junho de 2006.

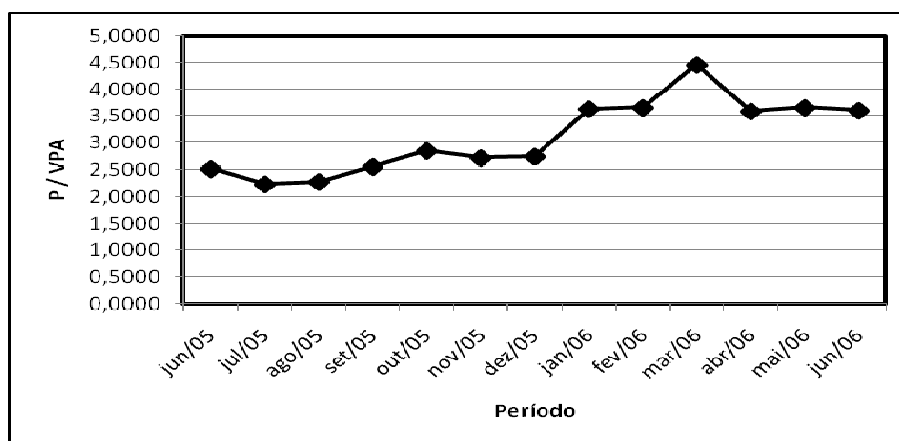


Gráfico 12: evolução do indicador P/VPA da Tractebel.  
Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico anterior permite inferir que as ações da Tractebel passaram a ser mais valorizadas, com relação ao seu valor contábil, logo após migrar para o Novo Mercado. O indicador estava próximo a 2,5 antes da adesão e, em seguida, começou a subir, chegando a 4,5. No entanto, nos três últimos meses da análise, o índice estabilizou-se em 3,5.

#### 4.5 PERDIGÃO

Esta empresa foi fundada em 1934, em Videira/SC, sendo hoje uma das maiores empresas de alimentos da América Latina. A Perdigão fez sua estreia no Novo Mercado da Bovespa em 12 de abril de 2006 (PERDIGÃO, 2009).

O Gráfico 13 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Perdigão e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à migração desta empresa para o Novo Mercado.

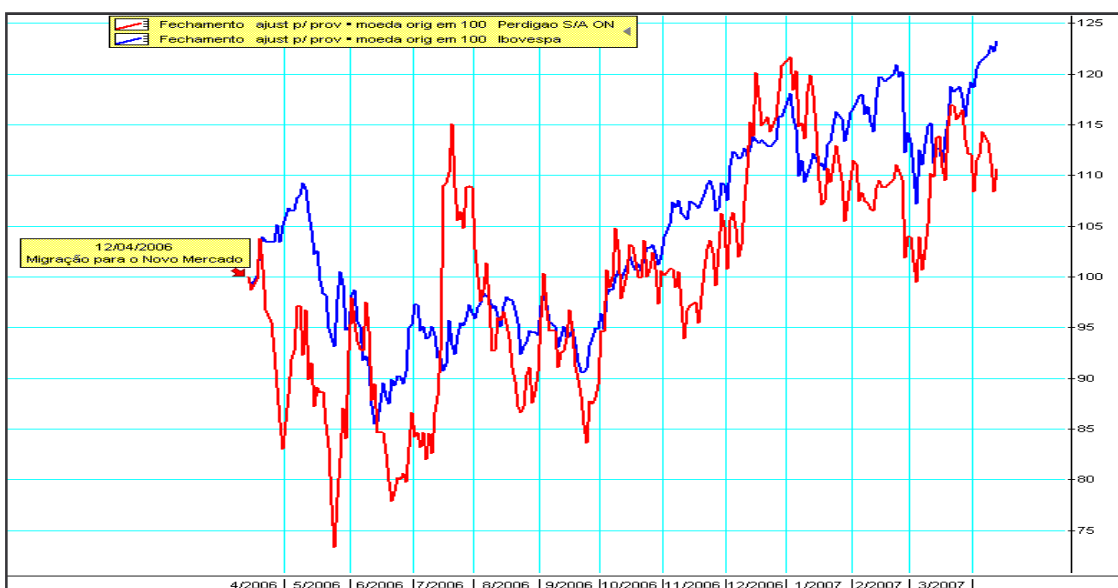


Gráfico 13: comparação Perdigão X Ibovespa entre 12/04/2006 e 12/04/2007.

Fonte: Economática (2009).

Constata-se, neste Gráfico 13, que as ações da Perdigão encerraram os doze meses seguintes à adesão ao NM com um desempenho inferior ao do Ibovespa, ficando 10,56% abaixo da média do mercado. Verifica-se que apenas em alguns momentos as ações da empresa chegaram a ficar acima do Ibovespa.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Perdigão para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 5: comparação quantidade de negócios/dia: Perdigão X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Perdigão	Bovespa	
out/05	0,3	40450,2	0,0000
nov/05	0,2	33156,0	0,0000
dez/05	0,1	35559,5	0,0000
jan/06	0,2	43252,9	0,0000
fev/06	0,2	48759,4	0,0000
mar/06	0,2	45689,4	0,0000
abr/06	189,3	46620,2	0,0041
mai/06	539,1	56210,5	0,0096
jun/06	527,8	48866,6	0,0108
jul/06	673,5	40581,2	0,0166
ago/06	499,0	47984,2	0,0104
set/06	452,5	48296,8	0,0094
out/06	523,1	53485,1	0,0098

Fonte: elaborado pelo autor.

A partir da constatação desta tabela, percebe-se nitidamente o aumento na quantidade de negócios realizados com as ações da Perdigão após a adesão ao NM (abril/06), chegando a atingir média de 673 negócios por dia, em julho de 2006. E esse patamar de liquidez se manteve nos meses seguintes. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 14 a seguir demonstra esta relação.

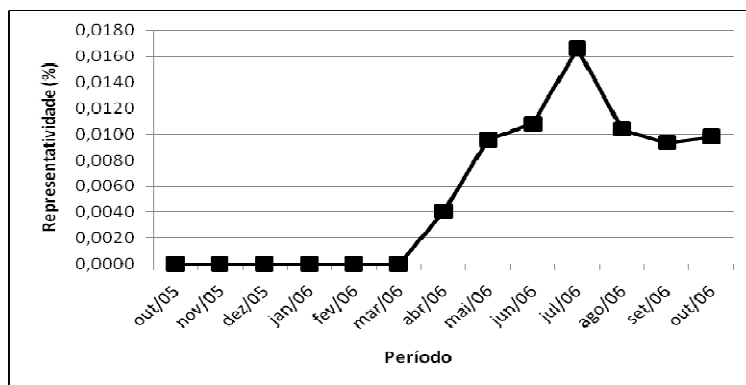


Gráfico 14: representatividade da liquidez da Perdigão em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se no Gráfico 14 que a representatividade dos negócios da Perdigão em relação ao total realizado na bolsa apresentou um forte crescimento a partir da data de adesão ao NM, em abril de 2006, saindo de uma representatividade praticamente nula e chegando a atingir 0,0166% em agosto de 2006. Em seguida, a representatividade voltou a cair, porém manteve-se acima dos níveis de antes da migração.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 15 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 12 de outubro de 2005 até 12 de outubro de 2006.

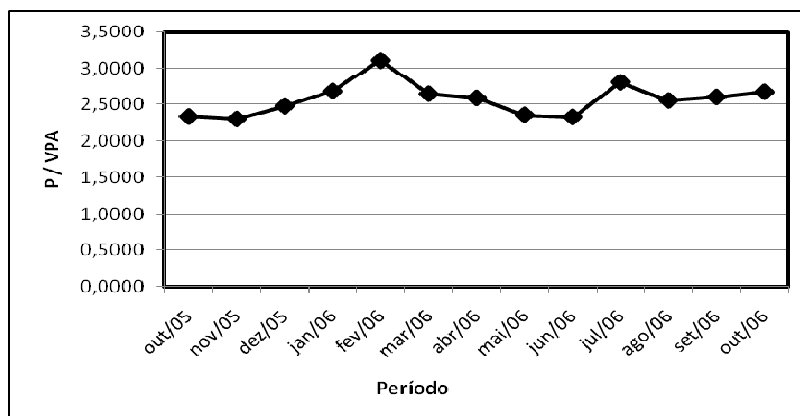


Gráfico 15: evolução do indicador P/VPA da Perdigão.  
Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico anterior permite inferir que a adesão ao Novo Mercado não exerceu impactos mais claros sobre a precificação das ações da Perdigão, em relação ao seu valor contábil. Durante o período analisado, o indicador manteve-se oscilando entre 2,3 e 3,1, tanto antes quanto depois da migração.

#### 4.6 EMBRAER

A Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. foi fundada em 1969 como empresa de capital misto, porém foi privatizada em 1994. Atua na fabricação e comercialização de aviões, além de serviços pós-venda. A empresa passou a negociar suas ações no Novo Mercado da Bovespa em 05 de junho de 2006 (EMBRAER, 2009).

O Gráfico 16 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Embraer e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

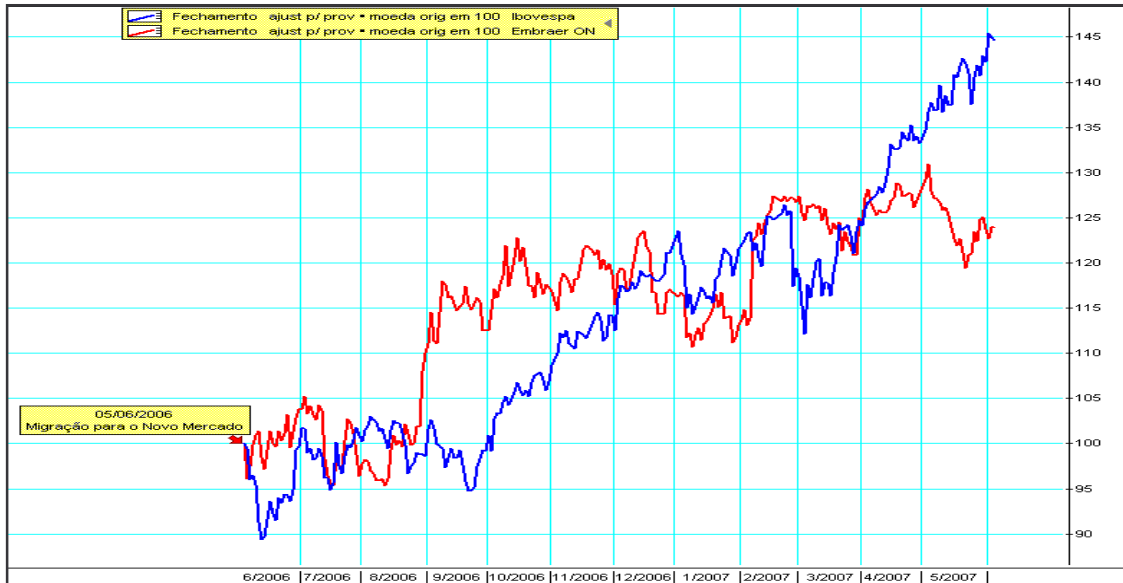


Gráfico 16: comparação Embraer X Ibovespa entre 05/06/2006 e 05/06/2007.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se verificar, neste Gráfico 16, que as ações da Embraer encerraram o período de análise com desvalorização de 14,33% em relação ao Ibovespa. Vale observar que nos meses de setembro, outubro e novembro de 2006 a empresa obteve desempenho superior à média do mercado.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a Tabela 6 mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Embraer para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.



Tabela 6: comparação quantidade de negócios/dia: Embraer X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Embraer	Bovespa	
jan/06	313,8	43564,7	0,0072
fev/06	271,8	48759,4	0,0056
mar/06	181,9	45689,4	0,0040
abr/06	184,8	46620,2	0,0040
mai/06	262,3	56210,5	0,0047
jun/06	499,6	48866,6	0,0102
jul/06	609,7	40581,2	0,0150
ago/06	672,8	47984,2	0,0140
set/06	805,8	48296,8	0,0167
out/06	593,0	52487,0	0,0113
nov/06	581,9	57880,2	0,0101
dez/06	551,7	57618,8	0,0096
jan/07	490,5	66443,5	0,0074

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 6 mostra que em junho de 2006, mês no qual a Embraer fez sua migração para o NM, a liquidez das suas ações aumentou substancialmente, quase dobrando em relação ao mês anterior. A média da quantidade de negócios atingiu seu pico em setembro de 2006, com 805 negócios/dia. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 17 a seguir demonstra esta relação.

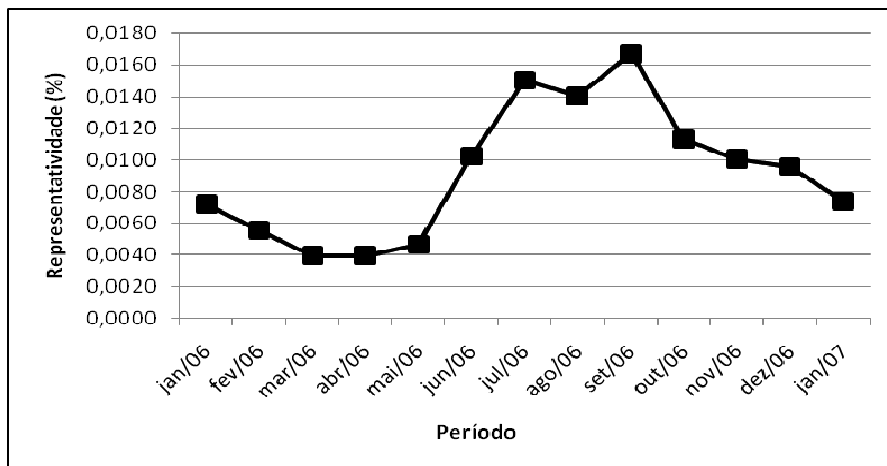


Gráfico 17: representatividade da liquidez da Embraer em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se no Gráfico 17 que a representatividade dos negócios da Embraer em relação ao total dos negócios realizados na bolsa apresentou crescimento após a adesão ao NM, em junho de 2006. No entanto, após atingir o auge de 0,016% de representatividade, esta caiu e fechou o período de análise em menos de 0,008%, mesmo patamar de janeiro de 2006.

Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 18 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 05 de janeiro de 2006 até 05 de janeiro de 2007.

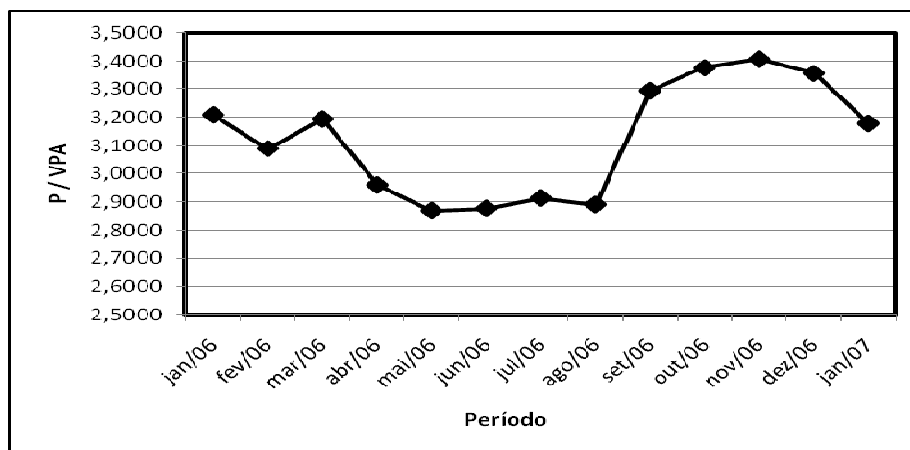


Gráfico 18: evolução do indicador P/VPA da Embraer.

Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do gráfico anterior, constata-se que, dois meses depois da adesão ao Novo Mercado, o indicador P/VPA apresentou uma melhora significativa. Porém, nos meses de dezembro de 2006 e janeiro de 2007 voltou a cair, fechando o período de análise no mesmo nível de um ano antes, a 3,2.

#### 4.7 BANCO DO BRASIL

Com 200 anos de existência, o Banco do Brasil atua em 22 países, atendendo a todos os segmentos do mercado financeiro. A empresa ingressou no Novo Mercado da Bovespa em 28 de junho de 2006 (BANCO DO BRASIL, 2009).

O Gráfico 19 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações do Banco do Brasil e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

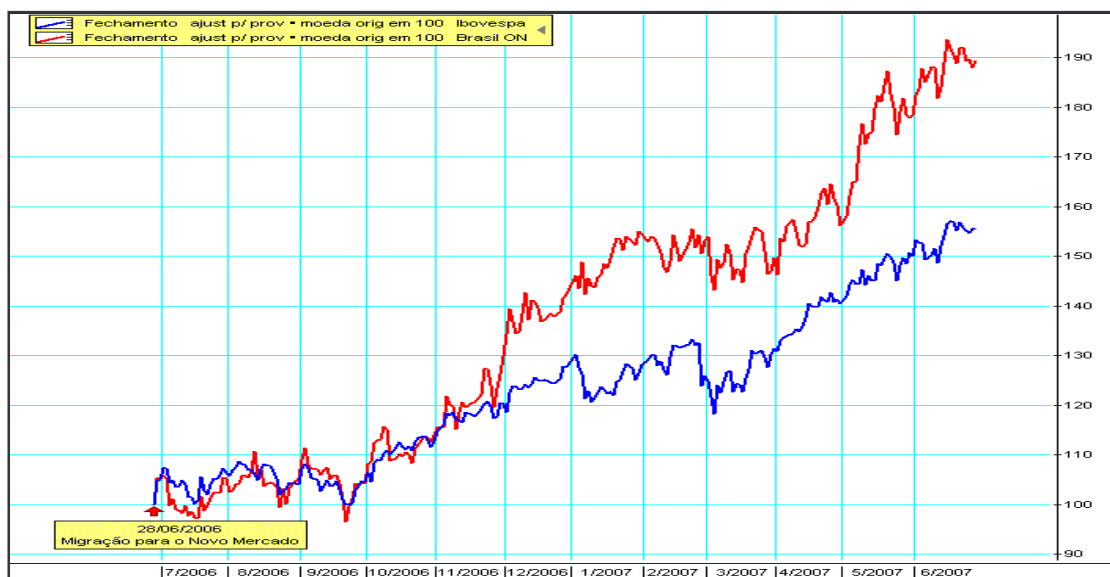


Gráfico 19: comparação Banco do Brasil X Ibovespa entre 28/06/2006 e 28/06/2007.  
Fonte: Economática (2009).

Pode-se verificar, neste Gráfico 19, que as ações do Banco do Brasil mantiveram na maior parte do período analisado um desempenho superior ao Ibovespa, fechando 21,73% acima do índice geral da Bovespa.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração do Banco do Brasil para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 7: comparação quantidade de negócios/dia: Banco do Brasil X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Bco Brasil	Bovespa	
dez/05	133,0	29578,0	0,0045
jan/06	420,7	43252,9	0,0097
fev/06	542,2	48759,4	0,0111
mar/06	412,9	45689,4	0,0090
abr/06	454,2	46620,2	0,0097
mai/06	691,9	56210,5	0,0123
jun/06	1013,0	48866,6	0,0207
jul/06	892,7	40581,2	0,0220
ago/06	940,7	47984,2	0,0196
set/06	762,9	48296,8	0,0158
out/06	841,7	52487,0	0,0160
nov/06	872,1	57880,2	0,0151
dez/06	912,0	57618,8	0,0158

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 7 mostra que em junho de 2006, mês no qual o Banco do Brasil fez sua migração para o NM, a liquidez das suas ações aumentou substancialmente. Nos meses seguintes, esse patamar sofreu uma redução, porém, mesmo assim, a quantidade média de negócios com as ações da empresa manteve-se acima do período anterior à adesão. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 20 a seguir demonstra esta relação.

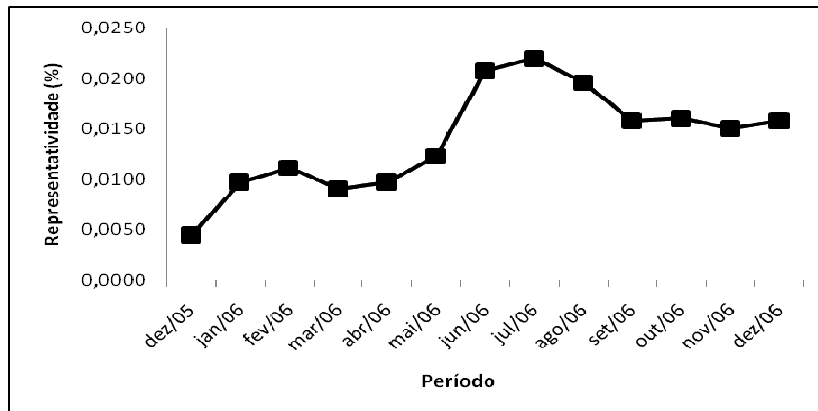


Gráfico 20: representatividade da liquidez do BB em relação à Bovespa.  
Fonte: elaborado pelo autor.

Com base no Gráfico 20, percebe-se que a representatividade dos negócios do Banco do Brasil em relação ao total dos negócios realizados na bolsa apresentou crescimento já no mês que a empresa aderiu ao NM, em junho de 2006. Apesar de não ter sustentado os índices de 0,02% de representatividade, as ações do Banco do Brasil fecharam o período de análise com o triplo da porcentagem inicial.

Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 21 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 28 de dezembro de 2005 até 28 de dezembro de 2006.

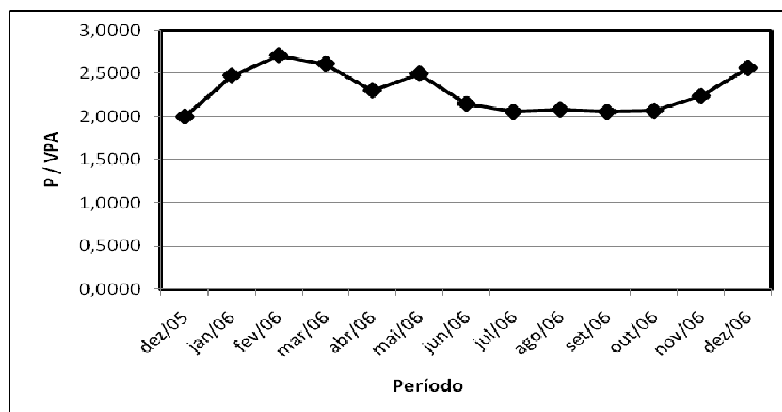


Gráfico 21: evolução do indicador P/VPA do Banco do Brasil.  
Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do gráfico anterior percebe-se que não há indícios de influência da adesão ao NM sobre o indicador P/VPA, já que este passou todo o ano analisado variando entre 2,0 e 2,7. Inclusive, este pico foi atingido antes da migração.

#### 4.8 ETERNIT

Empresa fabricante de telhas e caixas d'água de fibrocimento, a Eternit está atuando no Brasil desde 1940. Tem suas ações negociadas em bolsa desde 1948, e em 17/08/2006 estreou no Novo Mercado da Bovespa (ETERNIT, 2009).

O Gráfico 22 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Eternit e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

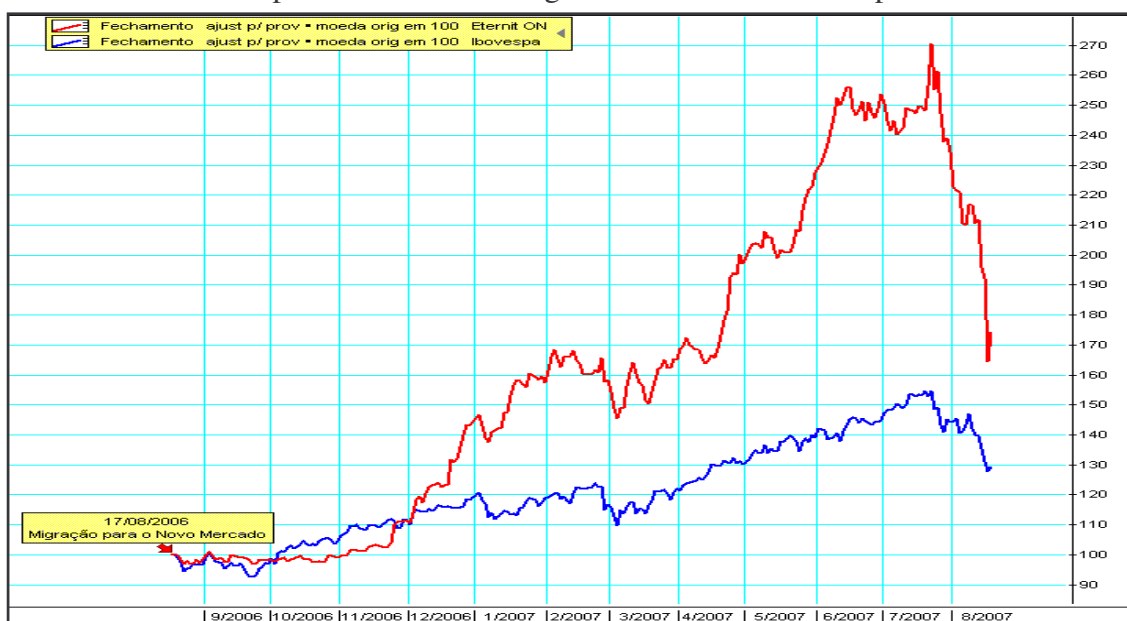


Gráfico 22: comparação Eternit X Ibovespa entre 17/08/2006 e 17/08/2007.

Fonte: Economática (2009).

Constata-se, neste Gráfico 22, que as ações da Eternit apresentaram, durante quase todo o período de análise, desempenho superior ao do Ibovespa, ficando 25,83% acima da média do mercado no dia 17/08/2007.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Eternit para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 8: comparação Eternit X Bovespa - quantidade de negócios.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Eternit	Bovespa	
fev/06	34,0	48225,9	0,0007
mar/06	75,3	45689,4	0,0016
abr/06	61,6	46620,2	0,0013
mai/06	52,4	56210,5	0,0009
jun/06	34,8	48866,6	0,0007
jul/06	36,7	40581,2	0,0009
ago/06	40,2	47984,2	0,0008
set/06	41,5	48296,8	0,0009
out/06	49,5	52487,0	0,0009
nov/06	121,9	57880,2	0,0021
dez/06	150,3	57618,8	0,0026
jan/07	191,1	65458,0	0,0029
fev/07	241,7	78077,9	0,0031

Fonte: elaborada pelo autor.

A partir da constatação desta tabela, verifica-se que a liquidez das ações da Eternit começou a aumentar de maneira considerável a partir de novembro de 2006, três meses após a adesão ao NM. A média da quantidade de negócios atingiu seu pico no último mês de análise, fevereiro de 2007, com 241,7 negócios/dia. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 23 a seguir demonstra esta relação.

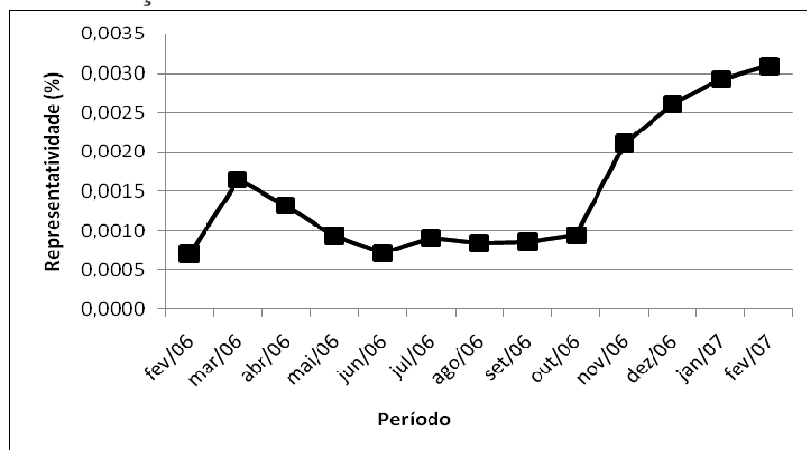


Gráfico 23: representatividade da liquidez da Eternit em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se no Gráfico 23 que a representatividade dos negócios da Eternit em relação ao total realizado na bolsa apresentou um crescimento consistente dois meses após a adesão ao NM, em agosto de 2006, saindo de 0,007% para fechar o período analisado com 0,0031%.

Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 24 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 17 de fevereiro de 2006 até 17 de fevereiro de 2007.

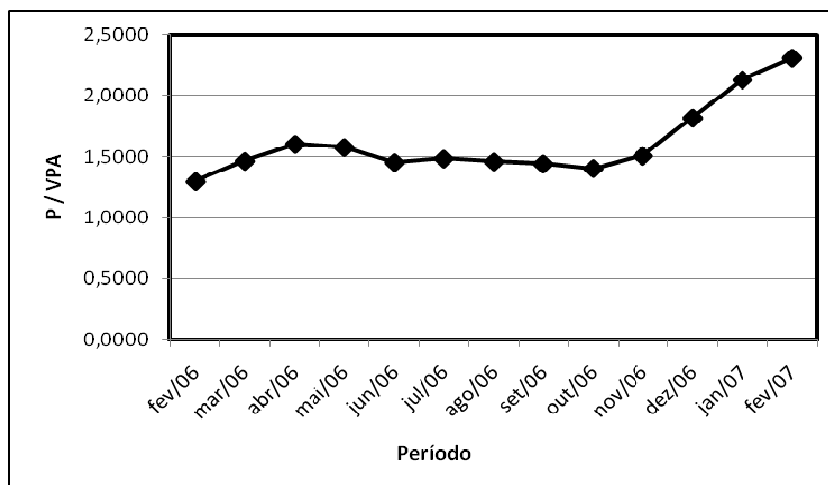


Gráfico 24: evolução do indicador P/VPA da Eternit.  
Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico anterior mostra que o P/VPA da Eternit variou pouco de fevereiro até novembro de 2006, quando começou a subir, demonstrando um maior interesse por parte dos investidores neste ativo. O indicador, que estava havia alguns meses oscilando em torno de 1,5, encerrou o período de análise em 2,31.

#### 4.9 INDÚSTRIAS ROMI

A Indústrias Romi começou a operar no Brasil em 1930, em Santa Bárbara d'Oeste/SP. A empresa vende máquinas-ferramenta, máquinas injetoras de plástico, sistemas de usinagem e peças de ferro fundido. Sua estreia no Novo Mercado da Bovespa ocorreu em 23 de março de 2007 (INDÚSTRIAS ROMI, 2009).

O Gráfico 25 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Indústrias Romi e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

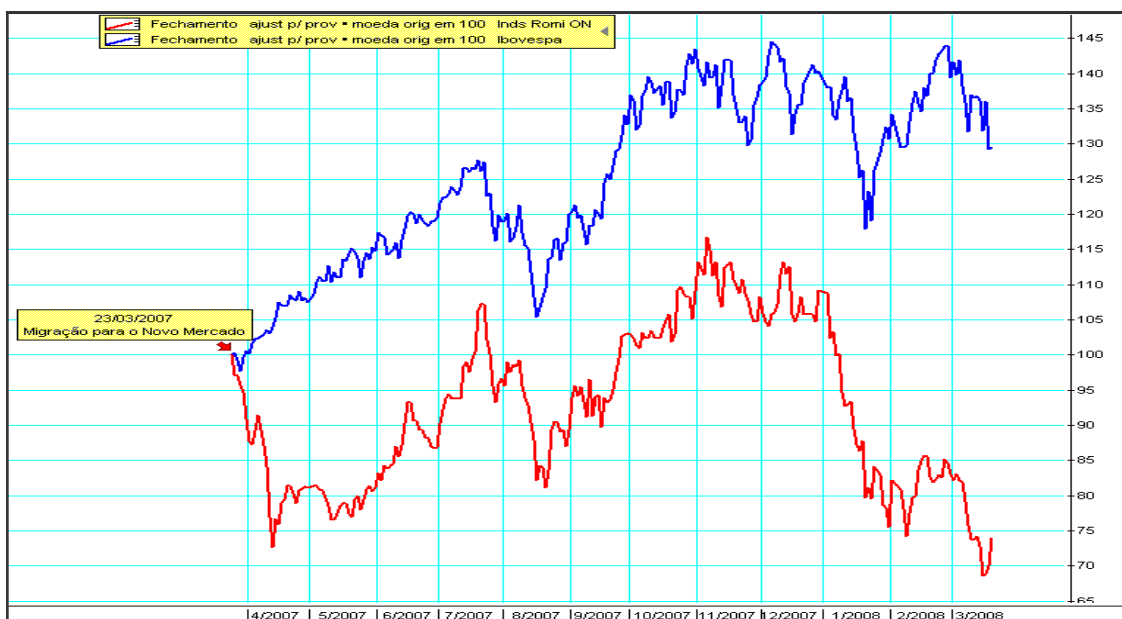


Gráfico 25: comparação Índustrias Romi X Ibovespa entre 23/03/2007 e 23/03/2008.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 25, que as ações da Índustrias Romi não superaram o Ibovespa em momento algum dos doze meses analisados, fechando o período 43,03% abaixo do índice. Destaca-se que nem mesmo na data da adesão ao NM a empresa teve um desempenho positivo, pelo contrário, sofreu uma desvalorização abrupta.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Índustrias Romi para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 9: comparação quantidade de negócios/dia: Inds Romi X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Inds Romi	Bovespa	
set/06	0,7	47423,5	0,0000
out/06	0,9	52487,0	0,0000
nov/06	1,3	57880,2	0,0000
dez/06	0,7	57618,8	0,0000
jan/07	0,8	65458,0	0,0000
fev/07	2,2	78077,9	0,0000
mar/07	12,6	71918,8	0,0002
abr/07	257,5	72418,9	0,0036
mai/07	108,1	77644,6	0,0014
jun/07	135,8	86045,0	0,0016
jul/07	169,4	95044,0	0,0018
ago/07	95,3	110070,5	0,0009
set/07	62,6	95280,9	0,0007

Fonte: elaborada pelo autor.



Pode-se verificar, diante da tabela anterior, o forte crescimento na quantidade de negócios com as ações da empresa Indústrias Romi a partir do mês em que aderiu ao NM, em março de 2007. No entanto, esse crescimento se sustentou por pouco tempo, já que marcou média de 257 negócios/dia em abril de 2007 e, já em setembro do mesmo ano, fechou com a média de 62 negócios/dia. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 26 a seguir demonstra esta relação.

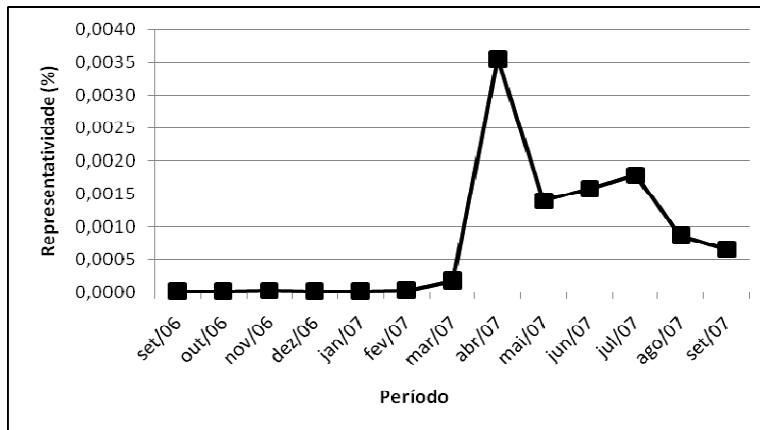


Gráfico 26: representatividade da liquidez da Indústrias Romi em relação à Bovespa.  
Fonte: elaborado pelo autor.

Com base no Gráfico 26, percebe-se que as ações da empresa tinham uma representatividade nula em relação ao total da Bovespa. Porém, logo em seguida à sua adesão ao NM, essa relação chegou a 0,0035%, a qual foi caindo nos meses seguintes, fechando o período observado com 0,0007% de representatividade.

Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 27 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 23 de setembro de 2006 até 23 de setembro de 2007.

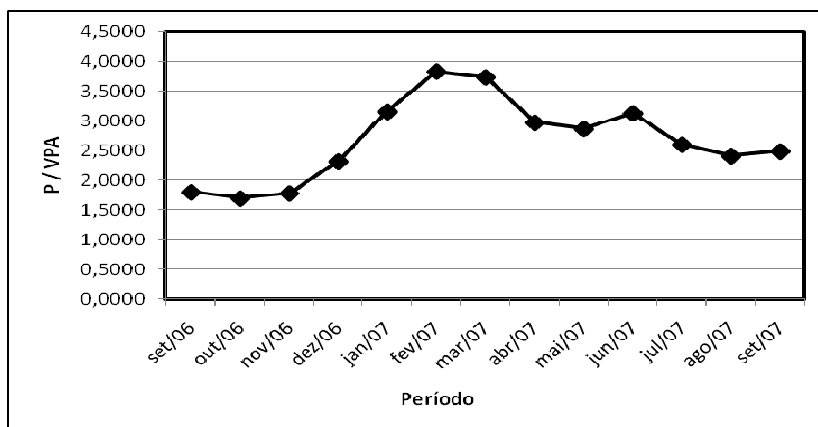


Gráfico 27: evolução do indicador P/VPA da Indústrias Romi.  
Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do Gráfico 27, percebe-se que o indicador subiu consideravelmente nos quatro meses anteriores à migração ao Novo Mercado. Porém, após este acontecimento, apresentou queda, encerrando setembro de 2007 com 2,5.

#### 4.10 WEG

A WEG foi inaugurada em 1961, na cidade de Jaraguá do Sul/SC. Ela fabrica e comercializa motores elétricos e equipamentos, sendo uma das maiores do mundo nesse ramo de atuação. A empresa negocia suas ações na bolsa desde 1981, e completou sua migração para o Novo Mercado no dia 22 de junho de 2007 (WEG, 2009).

O Gráfico 28 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da WEG e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

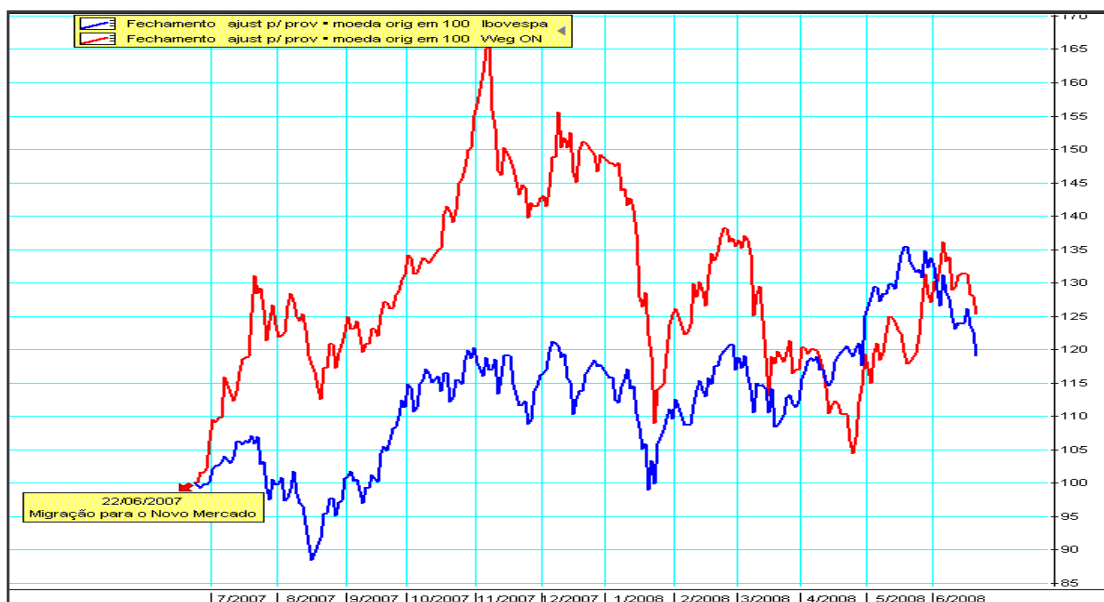


Gráfico 28: comparação WEG X Ibovespa entre 22/06/2007 e 22/06/2008.

Fonte: Economática (2009).

O Gráfico 28 mostra que, na maior parte do período verificado, as ações da WEG apresentaram desempenho superior ao do Ibovespa, chegando a superar de maneira significativa o índice. No entanto, em maio de 2008, essa diferença diminuiu e ficou em 4,99% a favor das ações da empresa.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da WEG para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 10: comparação quantidade de negócios/dia: WEG X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	WEG	Bovespa	
dez/06	0,0	39655,3	0,0000
jan/07	0,2	65458,0	0,0000
fev/07	0,7	78077,9	0,0000
mar/07	0,3	71918,8	0,0000
abr/07	1,0	72418,9	0,0000
mai/07	0,7	77644,6	0,0000
jun/07	370,7	86045,0	0,0043
jul/07	427,1	95044,0	0,0045
ago/07	303,1	110070,5	0,0028
set/07	214,3	99302,9	0,0022
out/07	269,3	123316,2	0,0022
nov/07	401,0	134558,6	0,0030
dez/07	446,2	127407,1	0,0035

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 10 mostra que, a partir da data de migração da WEG para o Novo Mercado, as ações obtiveram um crescimento significativo e consistente na sua liquidez, já que passaram de média de praticamente um negócio/dia para 370 negócios/dia. Nos meses seguintes, esse nível de liquidez foi mantido até superado, encerrando dezembro de 2007 com média de 446 negócios/dia. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 29 a seguir demonstra esta relação.

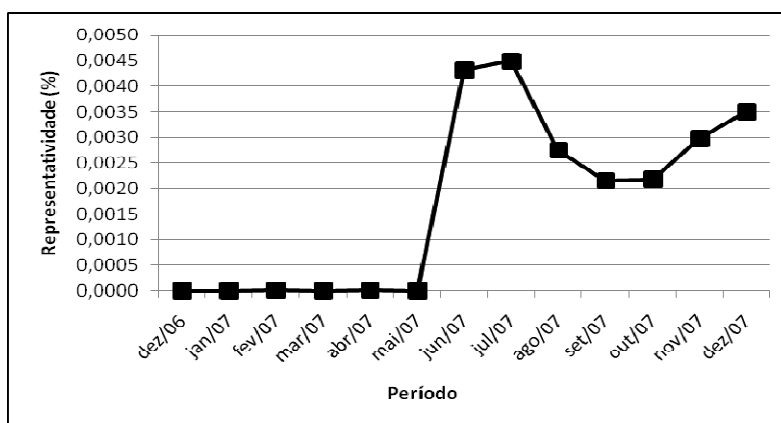


Gráfico 29: representatividade da liquidez da WEG em relação à Bovespa.

Fonte: elaborada pelo autor.

Com base no Gráfico 29, percebe-se que a representatividade dos negócios da WEG em relação ao total dos negócios realizados na bolsa apresentou forte crescimento já no mês em que a empresa aderiu ao NM, em junho de 2007. Apesar de não ter sustentado os índices de 0,0045% de representatividade, as ações da empresa fecharam o período de análise com 0,0035%, muito acima da porcentagem inicial.

Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 30 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 22 de dezembro de 2006 até 22 de dezembro de 2007.

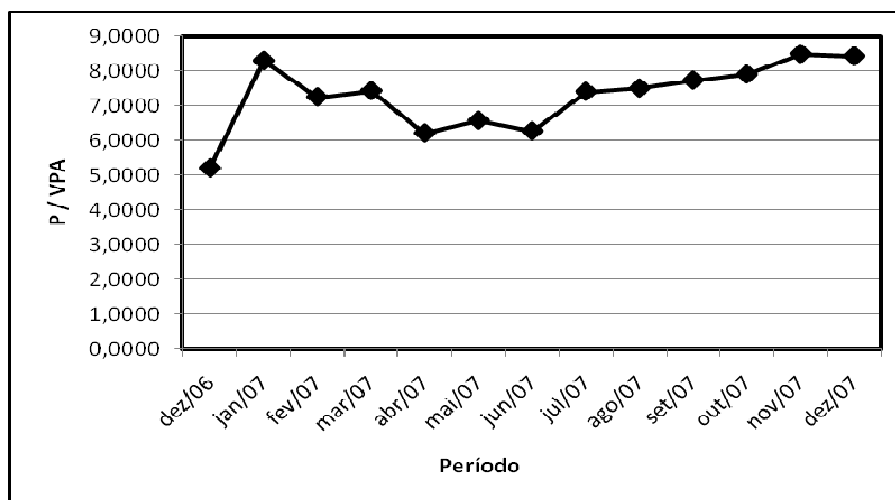


Gráfico 30: evolução do indicador P/VPA da WEG.  
Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do Gráfico 30 percebe-se que o indicador subiu de maneira constante a partir do mês em que aderiu ao Novo Mercado, fechando o período com 8,4, consideravelmente acima dos 5,0 de dezembro de 2006.

#### 4.11 DROGASIL

A Drogasil é uma rede de farmácias que começou a atuar em 1935 na cidade de São Paulo/SP. Em 1973 abriu seu capital, negociando suas ações em bolsa de valores. Sua adesão ao Novo Mercado da Bovespa foi concluída em 03 de julho de 2007 (DROGASIL, 2009).

O Gráfico 31 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Drogasil e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

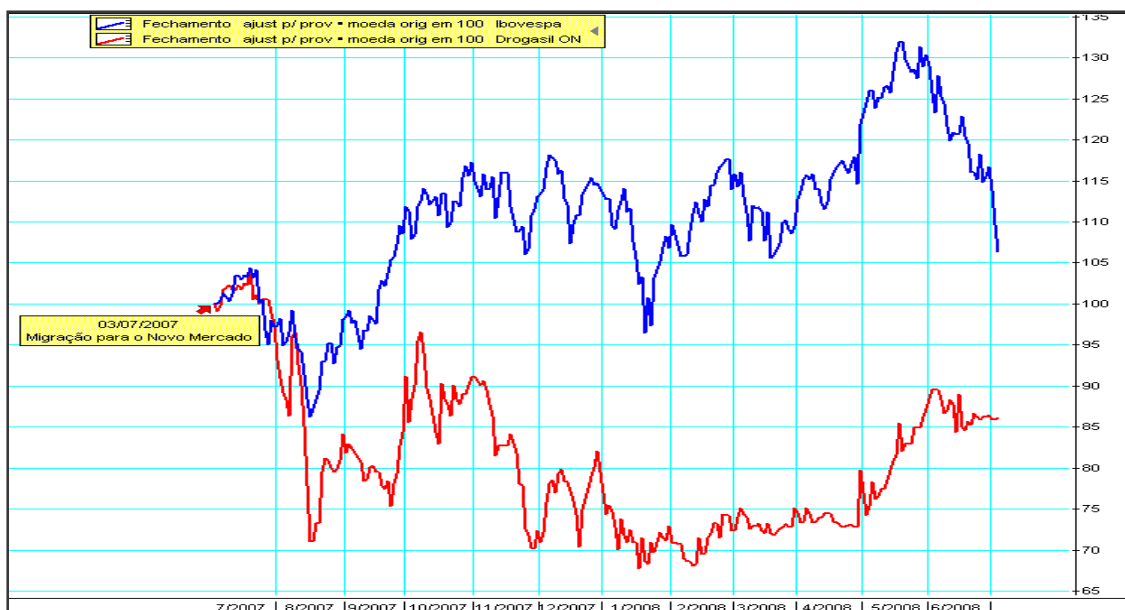


Gráfico 31: comparação Drogasil X Ibovespa entre 03/07/2007 e 03/07/2008.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar neste Gráfico 31 que as ações da Drogasil não superaram o Ibovespa praticamente em nenhum momento dos doze meses analisados, fechando o período 19,14% abaixo do índice. Destaca-se que nem mesmo na data da adesão ao NM a empresa teve um desempenho positivo.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Drogasil para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 11: comparação quantidade de negócios/dia: Drogasil X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Drogasil	Bovespa	
jan/07	0,2	66381,9	0,0000
fev/07	0,6	78077,9	0,0000
mar/07	0,1	71918,8	0,0000
abr/07	0,3	72418,9	0,0000
mai/07	0,3	77644,6	0,0000
jun/07	22,7	86045,0	0,0003
jul/07	458,0	95044,0	0,0048
ago/07	81,6	110070,5	0,0007
set/07	65,2	99302,9	0,0007
out/07	94,5	123316,2	0,0008
nov/07	49,6	134558,6	0,0004
dez/07	57,1	127407,1	0,0004
jan/08	35,0	102082,0	0,0003

Fonte: elaborada pelo autor.

Através da Tabela 11 verifica-se que a liquidez das ações da empresa cresceu significativamente no mês da adesão ao NM, julho de 2007, chegando à média de 458 negócios por dia. No entanto, nos meses seguintes, esse nível de liquidez foi perdendo força, encerrando janeiro de 2008 com média de 35 negócios/dia, mesmo assim, muito acima da liquidez de um ano antes. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o gráfico 32 a seguir demonstra esta relação.

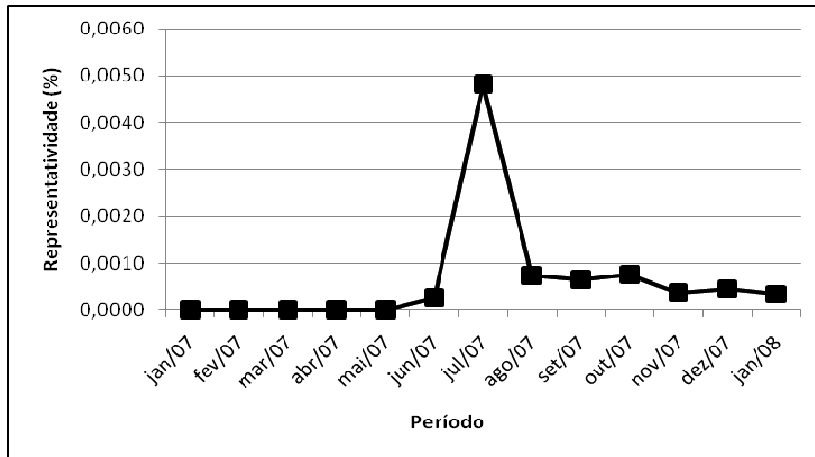


Gráfico 32: representatividade da liquidez da Drogasil em relação à Bovespa.  
Fonte: elaborado pelo autor.

O Gráfico 32 mostra claramente o impacto da adesão ao NM sobre a representatividade da liquidez das ações da Drogasil em relação ao total negociado na bolsa, já que no mês de julho de 2007 atingiu 0,005% e nos meses seguintes voltou a cair, encerrando o período observado quase nos mesmos níveis de antes da migração.

Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 33 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 03 de janeiro de 2007 até 03 de janeiro de 2008.

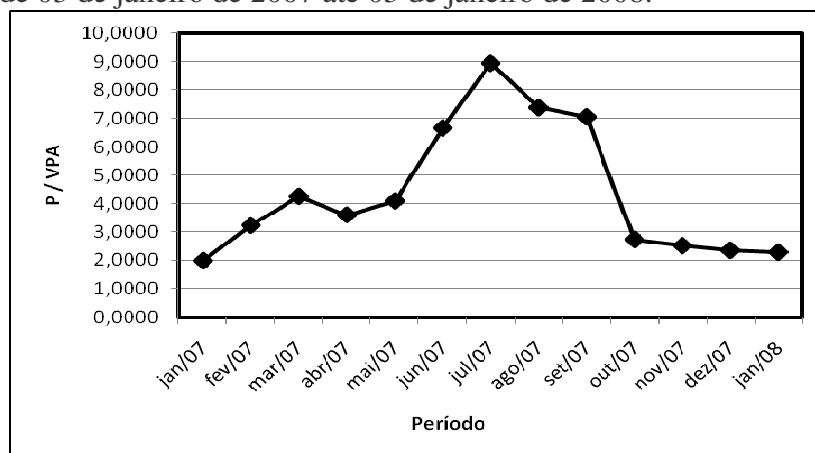


Gráfico 33: evolução do indicador P/VPA da Drogasil.  
Fonte: elaborado pelo autor.

O Gráfico 33 mostra que o índice P/VPA subiu até a data da migração da empresa para o Novo Mercado e, em seguida, caiu de forma constante, fechando janeiro de 2008 com o mesmo quociente de janeiro de 2007.

#### 4.12 CIA HERING

Esta empresa, que fabrica produtos de fiação, malharia, tecidos e confecção, era listada desde 2001 na Bovespa, e fez sua migração para o Novo Mercado em 23 de julho de 2007. A Cia. Hering foi fundada em 1880 por imigrantes alemães (CIA. HERING, 2009).

O Gráfico 34 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Cia. Hering e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

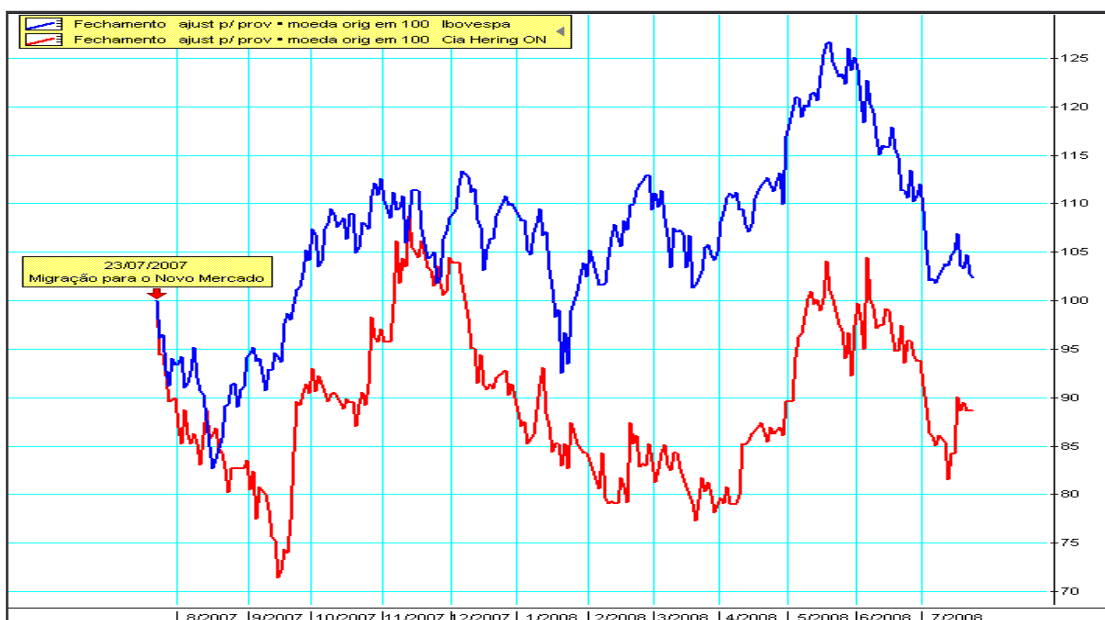


Gráfico 34: comparação Cia. Hering X Ibovespa entre 23/07/2007 e 23/07/2008.

Fonte: Economática (2009).

Diante do Gráfico 34, pode-se verificar que em praticamente nenhum momento as ações da Cia. Hering superaram o Ibovespa, encerrando o período de análise 13,49% abaixo do índice.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a Tabela 12 mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Cia. Hering para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 12: comparação quantidade de negócios/dia: Cia. Hering X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Hering	Bovespa	
jan/07	7,2	67252,7	0,0001
fev/07	13,7	78077,9	0,0002
mar/07	10,0	71918,8	0,0001
abr/07	10,4	72418,9	0,0001
mai/07	22,1	77644,6	0,0003
jun/07	14,7	86045,0	0,0002
jul/07	265,4	95044,0	0,0028
ago/07	100,8	110070,5	0,0009
set/07	177,3	99302,9	0,0018
out/07	109,8	123316,2	0,0009
nov/07	122,4	134558,6	0,0009
dez/07	53,5	127407,1	0,0004
jan/08	47,2	143729,1	0,0003

Fonte: elaborada pelo autor.

De acordo com a tabela anterior, verifica-se que a liquidez das ações da empresa cresceu significativamente no mês da adesão ao NM, julho de 2007, chegando à média de 265,4 negócios por dia. No entanto, nos meses seguintes, esse nível de liquidez foi perdendo força, encerrando janeiro de 2008 com média de 47,2 negócios/dia. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 35 a seguir demonstra esta relação.

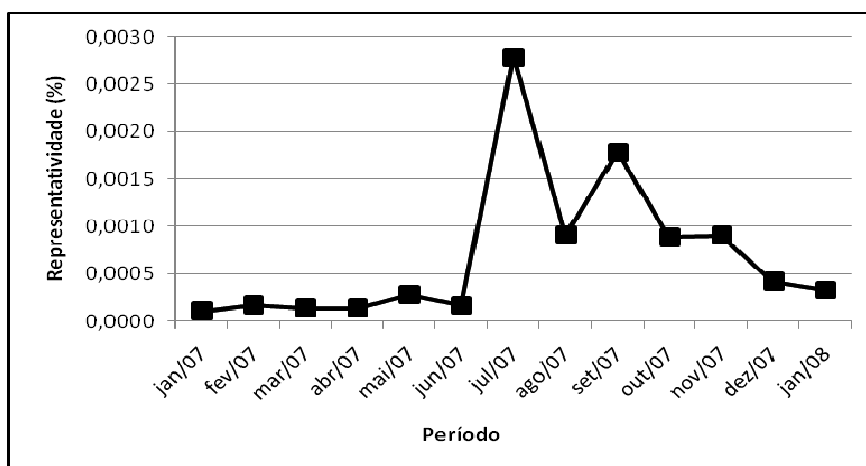


Gráfico 35: representatividade da liquidez da Cia. Hering em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

O Gráfico 35 mostra claramente o impacto da adesão ao NM sobre a representatividade da liquidez das ações da Cia. Hering em relação ao total negociado na bolsa, já que no mês de julho de 2007 atingiu 0,0025% e nos meses seguintes voltou a cair, encerrando o período observado quase nos mesmos níveis de antes da migração.



Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 36 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 23 de janeiro de 2007 até 23 de janeiro de 2008.

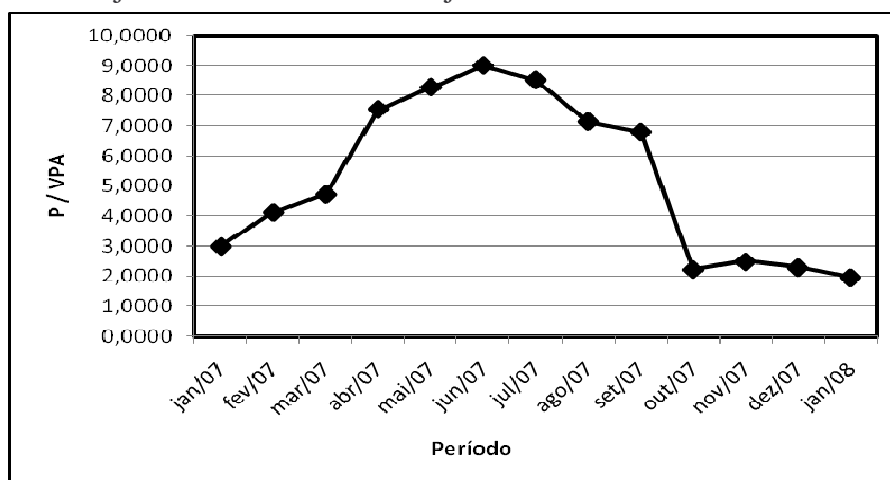


Gráfico 36: evolução do indicador P/VPA da Cia. Hering.  
Fonte: elaborado pelo autor.

O Gráfico 36 mostra que o índice P/VPA subiu até a data da migração da empresa para o Novo Mercado e, em seguida, caiu de forma constante, fechando janeiro de 2008 com o quociente mais baixo do que em janeiro de 2007. Cabe destacar a semelhança na evolução das variáveis analisadas (desempenho, quantidade de negócios, representatividade e P/VPA) para as empresas Drogasil e Cia. Hering, já que as ações de ambas as companhias tiveram comportamento muito parecido.

#### 4.13 IDEIASNET

A Ideiasnet é uma *holding* que desenvolve projetos e adquire participações em companhias do setor de Tecnologia, Mídia e Telecomunicações (TMT) no Brasil. A empresa foi inaugurada em 2000 e, neste mesmo ano, já abriu seu capital na bolsa. No entanto, sua entrada no Novo Mercado ocorreu no dia 15 de janeiro de 2008 (IDEIASNET, 2009).

O Gráfico 37 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Ideiasnet e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

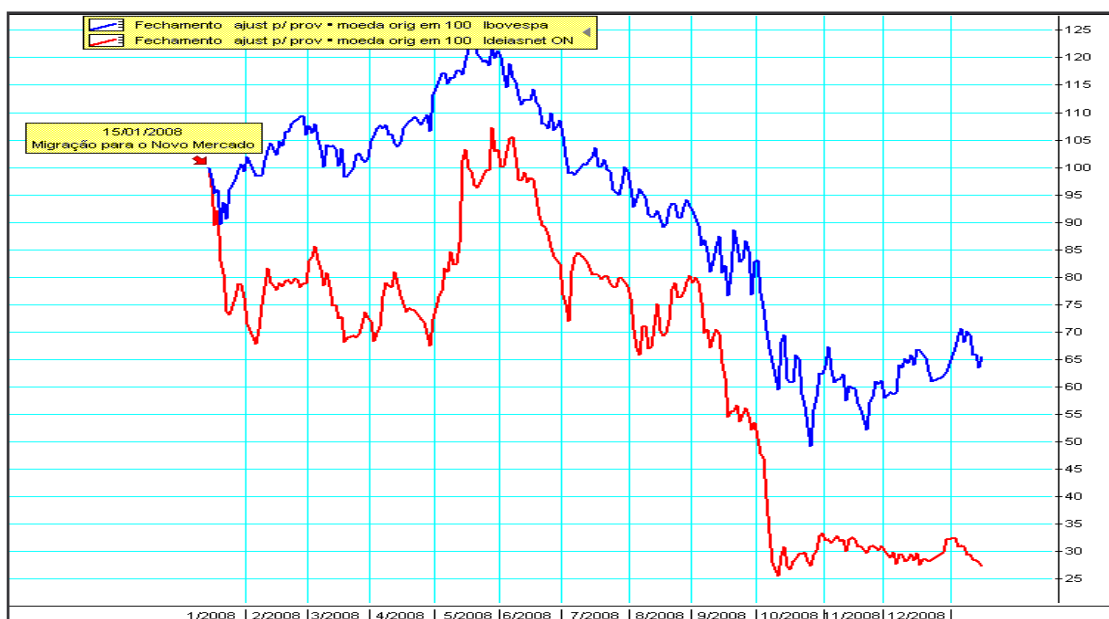


Gráfico 37: comparação Ideiasnet X Ibovespa entre 15/01/2008 e 15/01/2009.  
Fonte: Economática (2009).

Constata-se, no Gráfico 37, que as ações da Ideiasnet não conseguiram superar o Ibovespa em momento algum deste período avaliado, apresentando desvalorização de 58,21% em 15/01/2009.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Ideiasnet para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 13: comparação quantidade de negócios/dia: Ideiasnet X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Ideiasnet	Bovespa	
jul/07	234,7	100889,5	0,0023
ago/07	196,1	110070,5	0,0018
set/07	243,5	99302,9	0,0025
out/07	136,3	123316,2	0,0011
nov/07	234,1	134558,6	0,0017
dez/07	199,3	127407,1	0,0016
jan/08	189,2	144711,8	0,0013
fev/08	206,3	138080,1	0,0015
mar/08	153,2	139909,6	0,0011
abr/08	181,9	135581,3	0,0013
mai/08	335,1	173840,2	0,0019
jun/08	273,6	155640,8	0,0018
jul/08	186,9	163484,8	0,0011

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 13 mostra que a liquidez das ações da empresa oscilou de forma constante, não apresentando uma tendência clara. Ao contrário do que ocorreu com a maioria das outras companhias, as ações da Ideiasnet perderam liquidez no mês da adesão ao NM (janeiro/2008), em relação ao mês anterior. Nota-se também que a liquidez teve uma queda considerável comparando-se o primeiro com o último mês de análise. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 38 a seguir demonstra esta relação.

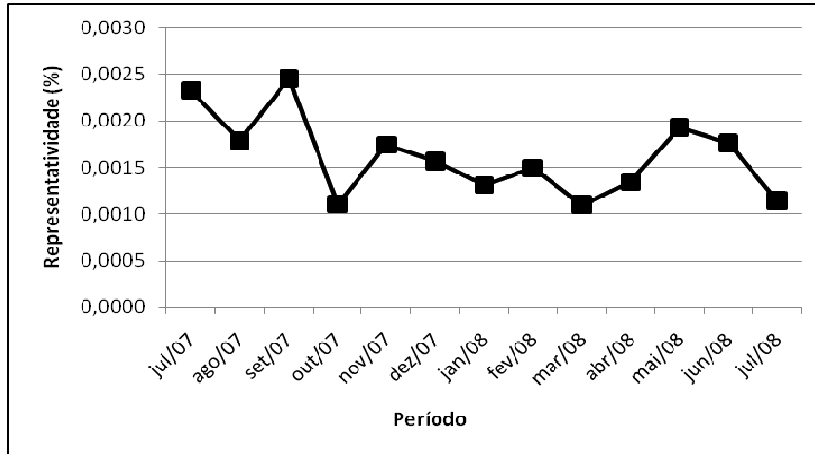


Gráfico 38: representatividade da liquidez da Ideiasnet em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

O Gráfico 38 mostra que, no período analisado, a liquidez das ações da Ideiasnet passou a ser menos representativa em relação ao total negociado na bolsa, passando de 0,0023% em julho de 2007 para 0,0011% em julho de 2008. Com relação à precificação dos ativos, o Gráfico 39 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 15 de julho de 2007 até 15 de julho de 2008.

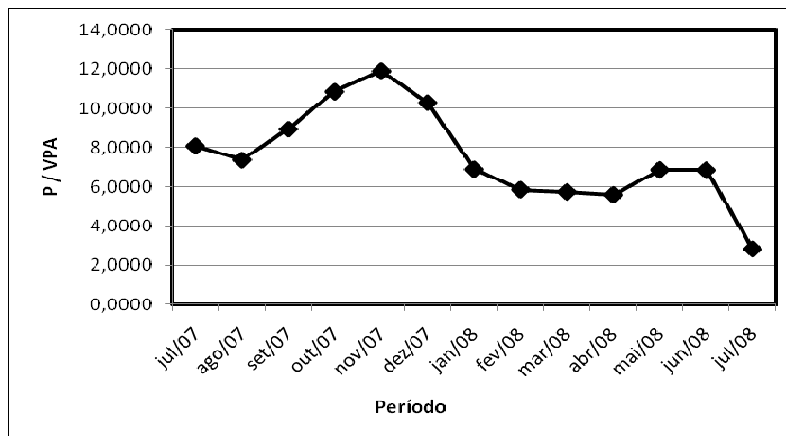


Gráfico 39: evolução do indicador P/VPA da Ideiasnet.

Fonte: elaborado pelo autor.

O Gráfico 39 mostra que as ações da empresa passaram a ser mais descontadas comparando-se o último com o primeiro mês observado, saindo de 8,0 para 2,8, uma queda considerável.

#### 4.14 IOCHPE-MAXION

Esta empresa é uma *holding* que atua nos segmentos de rodas e chassis para veículos comerciais, de autopeças para veículos de passageiros e de equipamentos ferroviários. A origem da Iochpe-Maxion data de 1918, ano de início das suas atividades, no estado do Rio Grande do Sul. Estava listada na bolsa desde 1984, porém apenas em 24 de março de 2008 estreou no Novo Mercado (IOCHPE-MAXION, 2009).

O Gráfico 40 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Iochpe-Maxion e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.



Gráfico 40: comparação Iochpe-Maxion X Ibovespa entre 24/03/2008 e 24/03/2009.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 40, que as ações da Iochpe-Maxion apresentaram desempenho inferior ao do Ibovespa durante praticamente todo o período verificado. Somente nas semanas seguintes à migração para o Novo Mercado que o desempenho foi superior. No dia 24 de março de 2009, as ações da empresa estavam 57,27% mais desvalorizadas do que a média do mercado.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Iochpe-Maxion para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 14: comparação quantidade de negócios/dia: Iochpe-Maxion X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Iochpe-Maxion	Bovespa	
set/07	0,5	108667,8	0,0000
out/07	0,8	123316,2	0,0000
nov/07	0,2	134558,6	0,0000
dez/07	1,4	127407,1	0,0000
jan/08	0,5	144711,8	0,0000
fev/08	6,6	138080,1	0,0000
mar/08	36,8	139909,6	0,0003
abr/08	42,6	135581,3	0,0003
mai/08	74,2	173840,2	0,0004
jun/08	80,6	155640,8	0,0005
jul/08	75,0	165410,2	0,0005
ago/08	37,5	154056,3	0,0002
set/08	65,2	217830,7	0,0003

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 14 mostra que no período imediatamente posterior à adesão da Portobello ao Novo Mercado a liquidez aumentou significativamente. Nos meses seguintes ainda chegou a subir mais, fechando setembro de 2008 com média de 65,2 negócios/dia. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 41 a seguir demonstra esta relação.

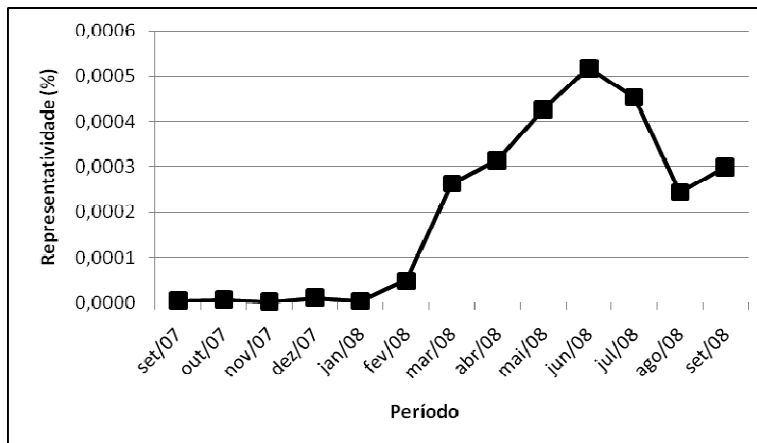


Gráfico 41: representatividade da liquidez da Iochpe-Maxion em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se, no Gráfico 41, que a representatividade dos negócios da Iochpe-Maxion em relação ao total realizado na bolsa aumentou de maneira significativa em março de 2008, mês da adesão ao NM, e continuou subindo nos três meses seguintes. As ações da empresa encerraram setembro de 2008 com 0,0003% de representatividade.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 42 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 21 de setembro de 2007 até 21 de setembro de 2008.

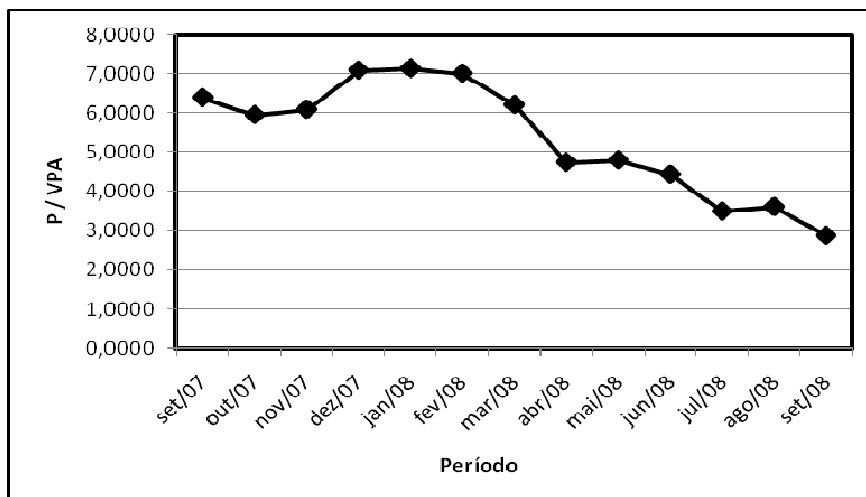


Gráfico 42: evolução do indicador P/VPA da Iochpe-Maxion.  
Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do gráfico anterior constata-se que o indicador P/VPA apresentou uma tendência de queda neste período, caindo de 6,4 em setembro de 2007 para 2,8 em setembro de 2008.

#### 4.15 MAGNESITA

A Magnesita Refratários S.A. é uma empresa do ramo de mineração, produção e comercialização materiais refratários, com foco na prestação de serviços para a indústria siderúrgica e de cimento. A empresa foi criada em 1939, porém suas atividades industriais começaram em 1944, em Contagem (MG). Suas ações começaram a ser negociadas no Novo Mercado da Bovespa em 02/04/2008 (MAGNESITA, 2009).

O Gráfico 43 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Magnesita e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.



Gráfico 43: comparação Magnésita X Ibovespa entre 02/04/2008 e 02/04/2009.  
Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 43, que as ações da Magnésita subiram de forma consistente logo após a adesão ao NM, ficando mais de 36% acima do Ibovespa em maio de 2008. No entanto, encerrou o período analisado 33,68% abaixo do índice.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Magnésita para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 15: comparação quantidade de negócios/dia: Magnésita X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Magnésita	Bovespa	
out/07	59,9	122272,0	0,0005
nov/07	50,5	133893,8	0,0004
dez/07	51,9	127407,1	0,0004
jan/08	34,1	144711,8	0,0002
fev/08	54,0	138080,1	0,0004
mar/08	49,6	139909,6	0,0004
abr/08	141,6	135581,3	0,0010
mai/08	635,2	173840,2	0,0037
jun/08	444,6	155640,8	0,0029
jul/08	245,6	165410,2	0,0015
ago/08	253,0	154056,3	0,0016
set/08	326,6	215663,1	0,0015
out/08	441,0	226214,3	0,0019

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 15 mostra que no período imediatamente posterior à adesão da Magnesita ao Novo Mercado a liquidez aumentou significativamente. Nos meses seguintes, essa liquidez diminuiu, porém fechou muito acima dos patamares iniciais. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 44 a seguir demonstra esta relação.

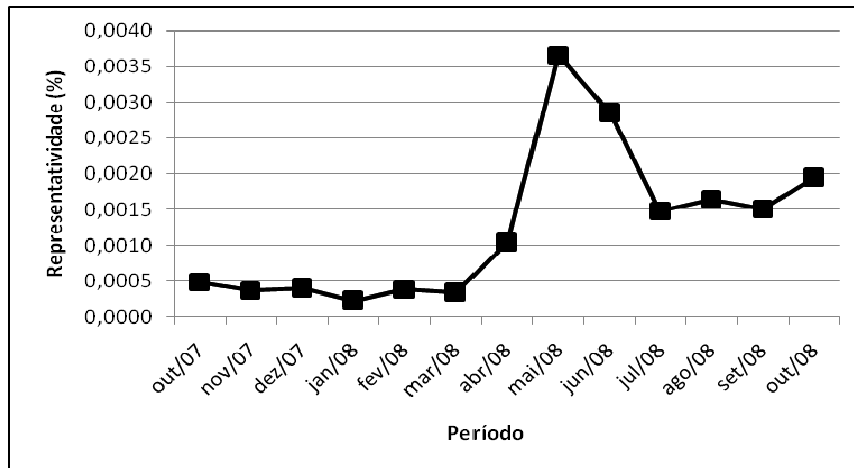


Gráfico 44: representatividade da liquidez da Magnesita em relação à Bovespa.  
Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se, no Gráfico 44, que a representatividade dos negócios da Magnesita em relação ao total realizado na bolsa aumentou de maneira significativa em maio de 2008, mês seguinte ao da adesão ao NM. Porém, nos meses seguintes acabou caindo e encerrou o período com uma porcentagem de 0,002%.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 45 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 02 de outubro de 2007 até 02 de outubro de 2008.

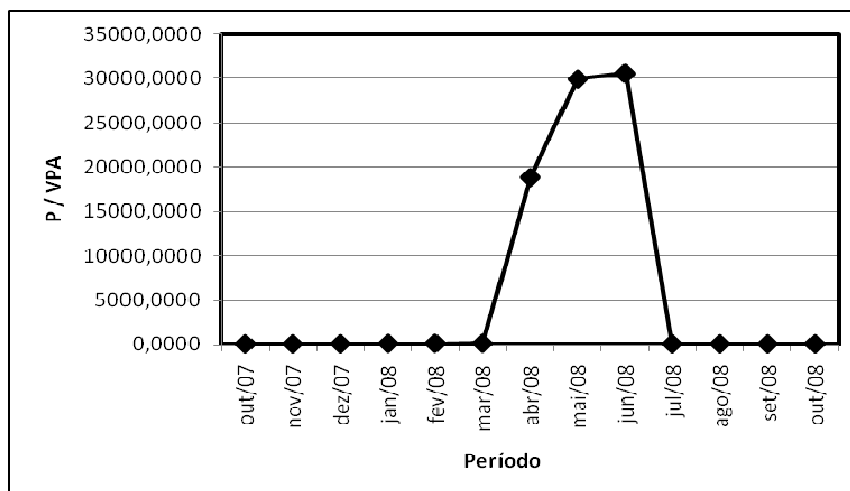


Gráfico 45: evolução do indicador P/VPA da Magnesita.  
Fonte: elaborado pelo autor.



A partir do gráfico anterior constata-se que o indicador P/VPA disparou de maneira extraordinária em abril de 2008, mês de adesão ao NM. O índice saiu de quase 0 em outubro de 2007 para 30.579 em maio de 2008. Porém, em julho, caiu bruscamente, encerrando o período com um quociente de 1,3.

#### 4.16 EQUATORIAL ENERGIA

Esta empresa foi constituída em 1999 e atua no setor elétrico. Fez sua migração para o Novo Mercado no dia 23 de abril de 2008. A Equatorial é uma *holding* com presença nos estados do Maranhão e do Rio de Janeiro (EQUATORIAL ENERGIA, 2009).

O Gráfico 46 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Equatorial Energia e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

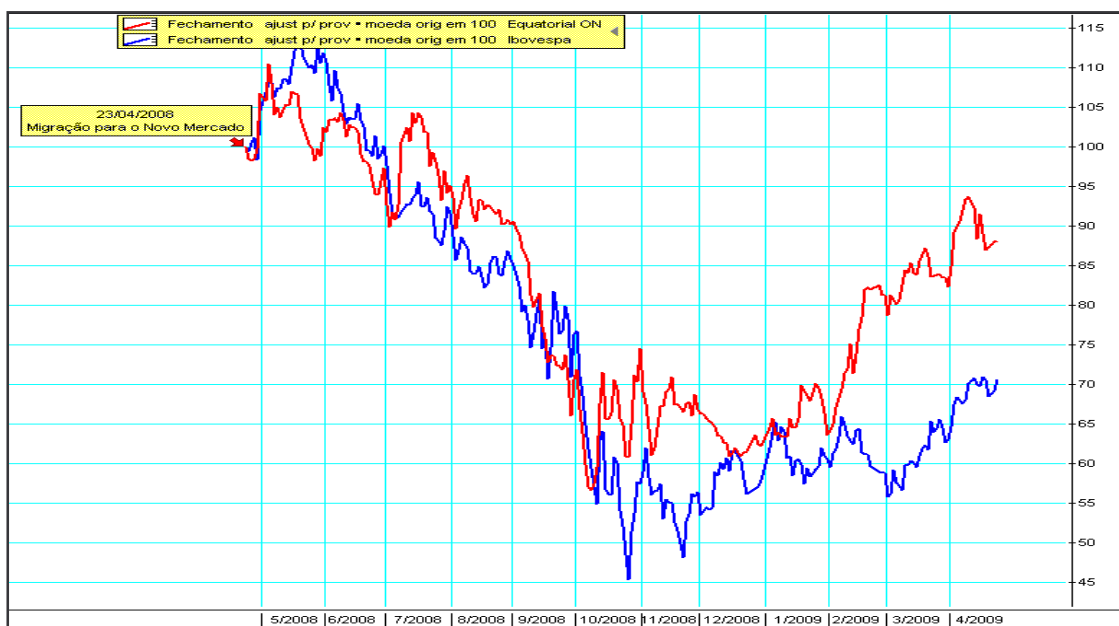


Gráfico 46: comparação Equatorial Energia X Ibovespa entre 23/04/2008 e 23/04/2009.  
Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 46, que as ações da Equatorial Energia tiveram um desempenho superior ao do Ibovespa no ano seguinte à sua migração para o Novo Mercado, ficando 19,83% acima da média do mercado. Verifica-se que a oscilação do Ibovespa e das ações da Equatorial foi semelhante durante este período, porém no final a empresa acabou se destacando e ampliando a diferença.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a Tabela 16 mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Equatorial Energia para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 16: comparação quantidade de negócios/dia: Equatorial Energia X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Equatorial	Bovespa	
out/07	197,6	125932,4	0,0016
nov/07	255,1	134558,6	0,0019
dez/07	190,6	127407,1	0,0015
jan/08	115,7	144711,8	0,0008
fev/08	129,8	138080,1	0,0009
mar/08	115,0	139909,6	0,0008
abr/08	153,0	135581,3	0,0011
mai/08	144,5	173840,2	0,0008
jun/08	209,0	155640,8	0,0013
jul/08	222,3	165410,2	0,0013
ago/08	186,2	154056,3	0,0012
set/08	176,4	215663,1	0,0008
out/08	178,1	255023,4	0,0007

Fonte: elaborada pelo autor.

A partir da constatação desta tabela, verifica-se que a liquidez das ações da Equatorial não sofreram impactos imediatos em função da migração para o Novo Mercado, em abril de 2008. A média da quantidade de negócios atingiu seu pico em novembro de 2007, cinco meses antes da adesão, e fechou o período com uma liquidez mais baixa do que um ano antes. Com o intuito de melhorar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 47 a seguir demonstra esta relação.

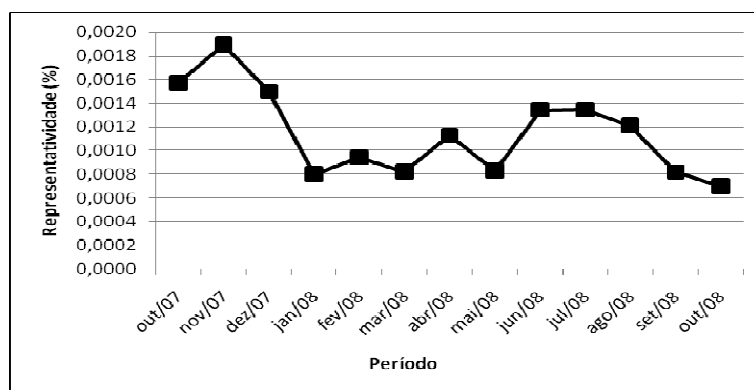


Gráfico 47: representatividade da liquidez da Equatorial em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se, no Gráfico 47, que a representatividade dos negócios da Equatorial em relação ao total realizado na bolsa apresentou uma tendência de queda no período analisado, fechando outubro de 2008 com a metade da representatividade que possuía um ano antes.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 48 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 23 de outubro de 2007 até 23 de outubro de 2008.

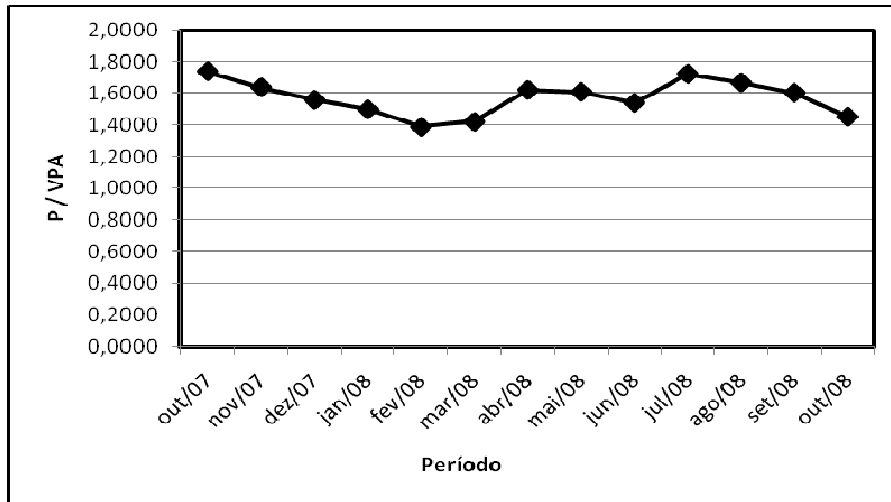


Gráfico 48: evolução do indicador P/VPA da Equatorial.

Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico anterior permite inferir que as ações da empresa passaram a ser melhor precificadas no mês de adesão ao Novo Mercado, porém o indicador começou a cair nos meses seguintes, encerrando o período de análise abaixo do valor inicial.

#### 4.17 PORTOBELLO

Empresa de Tijucas/SC, a Portobello atua no ramo de revestimentos cerâmicos, desde 1979. No dia 30 de abril de 2008, migrou para o Nível Novo Mercado (PORTOBELLO, 2009).

O Gráfico 49 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Portobello e o do Ibovespa nos doze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

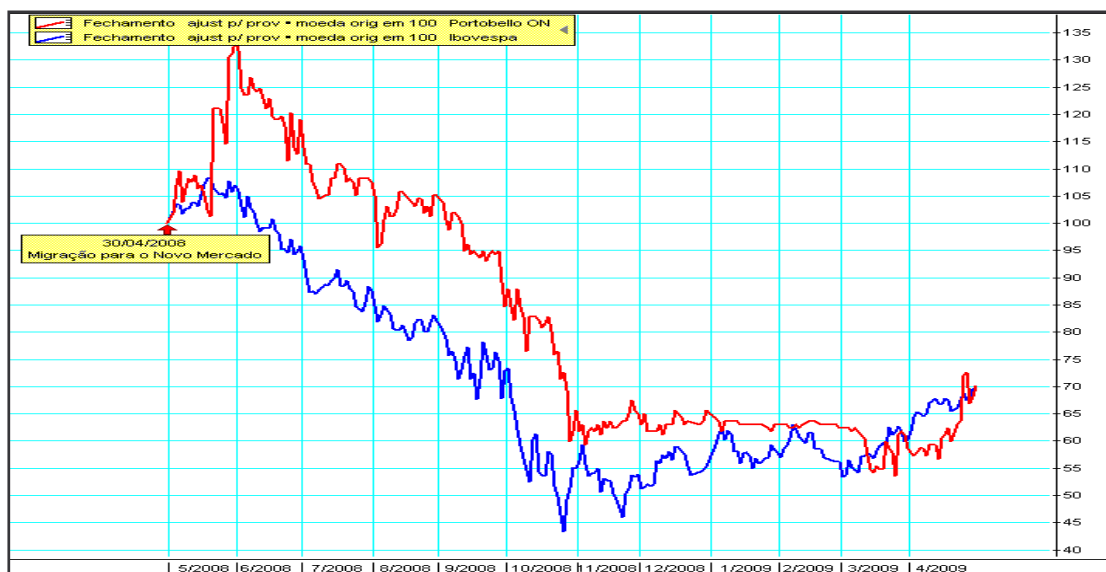


Gráfico 49: comparação Portobello X Ibovespa entre 30/04/2008 e 30/04/2009.  
Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 49, que as ações da Portobello tiveram um desempenho superior ao do Ibovespa na maior parte do tempo, principalmente no mês seguinte ao da migração para o Novo Mercado. No entanto, fechou o período de análise 0,91% acima do principal índice da bolsa brasileira.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a tabela a seguir mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Portobello para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 17: comparação quantidade de negócios/dia: Portobello X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Portobello	Bovespa	
out/07	0,7	132247,0	0,0000
nov/07	0,8	133893,8	0,0000
dez/07	3,8	127407,1	0,0000
jan/08	16,4	144711,8	0,0001
fev/08	20,6	138080,1	0,0001
mar/08	15,4	139909,6	0,0001
abr/08	16,4	135581,3	0,0001
mai/08	77,6	173840,2	0,0004
jun/08	36,5	155640,8	0,0002
jul/08	17,6	165410,2	0,0001
ago/08	10,9	154056,3	0,0001
set/08	15,1	215663,1	0,0001
out/08	13,1	259290,5	0,0001

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 17 mostra que no período imediatamente posterior à adesão da Portobello ao Novo Mercado a liquidez aumentou significativamente. Porém, nos meses seguintes, esse nível de liquidez foi caindo, encerrando outubro de 2008 com média de 13 negócios/dia, acima dos 0,7 iniciais. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 50 a seguir demonstra esta relação.

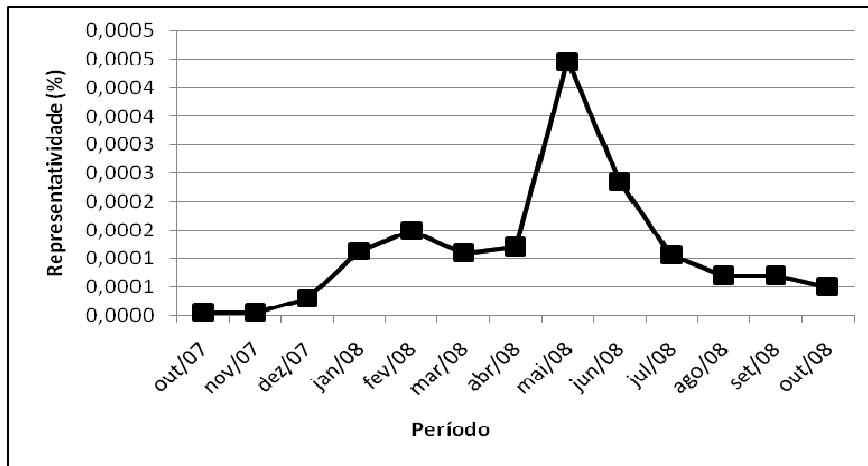


Gráfico 50: representatividade da liquidez da Portobello em relação à Bovespa.  
Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se, no Gráfico 50, que a representatividade dos negócios da Portobello em relação ao total realizado na bolsa aumentou de maneira significativa no mês de maio de 2008, logo após a adesão ao NM. Já nos meses seguintes, essa porcentagem não se manteve, fechando próxima ao patamar de antes da migração.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 51 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 29 de outubro de 2007 até 29 de outubro de 2008.

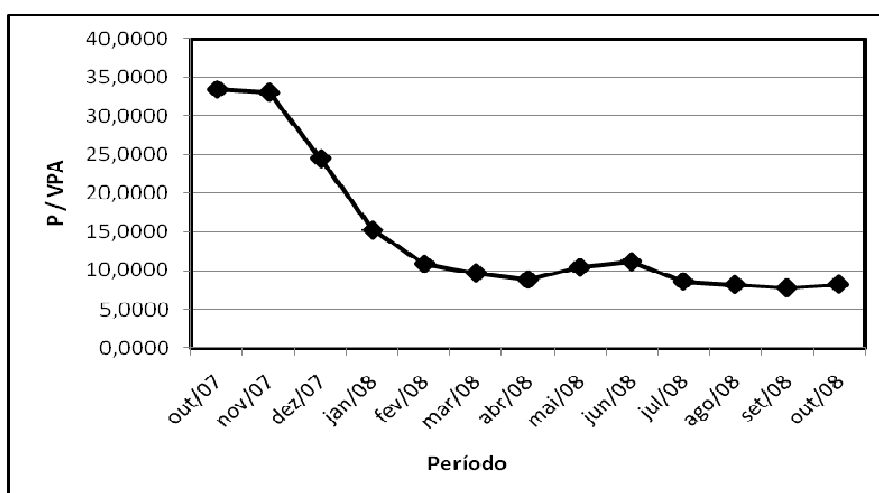


Gráfico 51: evolução do indicador P/VPA da Portobello.  
Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do gráfico anterior constata-se que o indicador P/VPA caiu significativamente nos meses anteriores à adesão ao NM, saindo de 33,5 em outubro de 2007 para 8,8 em abril de 2008. Percebe-se que no logo após a migração o indicador apresentou uma melhora, porém voltou a cair em seguida.

#### 4.18 ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES

A Estácio Participações S.A. é a maior organização privada do setor de ensino superior no Brasil, e foi fundada em 1970 na cidade do Rio de Janeiro, porém, nesta época, como empresa sem fins lucrativos. Sua migração para o Novo Mercado ocorreu em 11 de julho de 2008 (ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES).

O Gráfico 52 a seguir apresenta uma comparação entre o desempenho das ações da Estácio Participações e o do Ibovespa nos onze meses seguintes à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

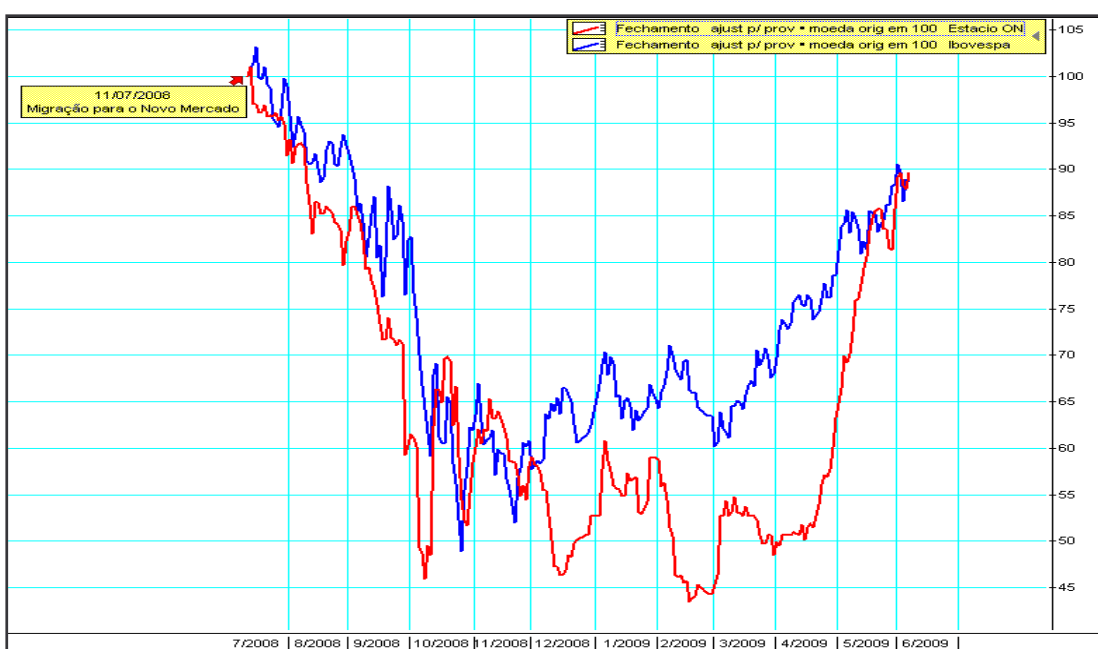


Gráfico 52: comparação Estácio X Ibovespa entre 11/07/2008 e 08/06/2009.

Fonte: Economática (2009).

Pode-se constatar, neste Gráfico 52, que as ações da Estácio Participações apresentaram desempenho inferior ao do Ibovespa na maior parte do período verificado. No entanto, encerrou o período analisado 0,89% acima do índice.

Quanto à liquidez do ativo em relação à liquidez geral da Bovespa, a Tabela 18 mostra a média diária do número de negócios realizados, mês a mês, no período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração da Estácio

Participações para o Novo Mercado. A tabela destaca ainda a representatividade das negociações da empresa em relação ao total da Bovespa.

Tabela 18: comparação quantidade de negócios/dia: Estácio X Bovespa.

Período	Quantidade média de negócios/dia		Representatividade (%)
	Estácio	Bovespa	
jan/08	28,9	151305,1	0,0002
fev/08	45,9	138080,1	0,0003
mar/08	52,8	139909,6	0,0004
abr/08	54,5	135581,3	0,0004
mai/08	154,9	173840,2	0,0009
jun/08	76,6	155640,8	0,0005
jul/08	38,0	165410,2	0,0002
ago/08	31,0	154056,3	0,0002
set/08	64,9	215663,1	0,0003
out/08	54,3	261172,2	0,0002
nov/08	37,7	222519,9	0,0002
dez/08	47,7	196525,6	0,0002
jan/09	29,7	190545,6	0,0002

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 18 mostra que houve aumento significativo da liquidez em maio de 2008, dois meses antes da adesão ao Novo Mercado. Nos meses seguintes, esse patamar de liquidez diminuiu, fechando janeiro de 2009 com média de 29,7 negócios por dia. Para facilitar a visualização da comparação entre a liquidez da empresa e a da bolsa como um todo, o Gráfico 53 a seguir demonstra esta relação.

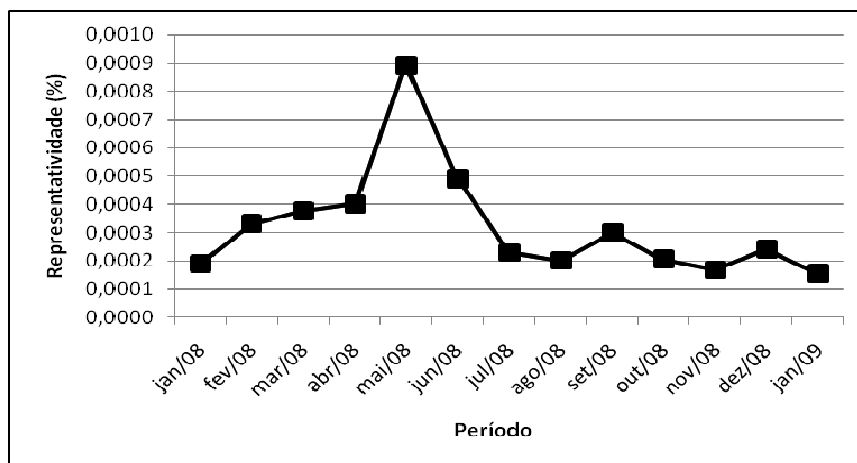


Gráfico 53: representatividade da liquidez da Estácio em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Constata-se no Gráfico 53 que a representatividade dos negócios da Estácio em relação ao total realizado na bolsa aumentou de maneira significativa em maio de 2008, antes

da adesão ao NM. Porém, nos meses seguintes acabou caindo e encerrou o período com uma porcentagem de 0,0002%, no mesmo nível de antes da migração.

Quanto à precificação dos ativos, o Gráfico 54 na sequência destaca a evolução da média diária do indicador preço de mercado / valor patrimonial (P/VPA) da empresa no período de 11 de janeiro de 2008 até 11 de janeiro de 2009.

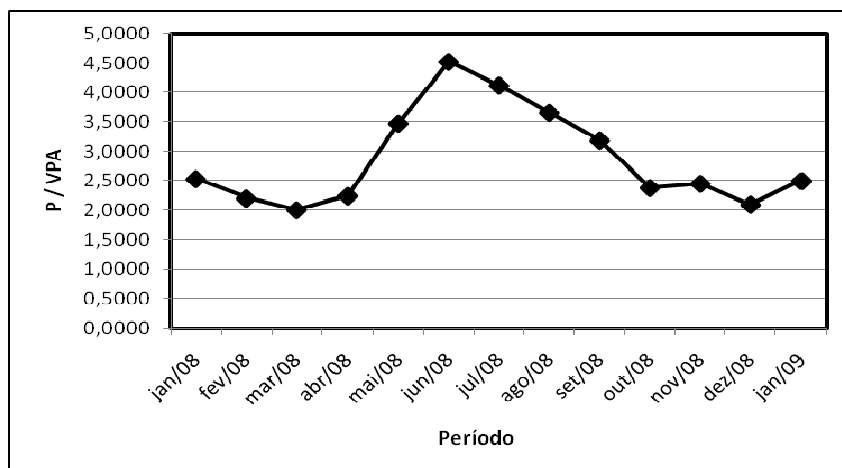


Gráfico 54: evolução do indicador P/VPA da Estácio Participações.  
Fonte: elaborado pelo autor.

A partir do gráfico anterior constata-se que o indicador P/VPA subiu até julho de 2008, mês de adesão ao NM, porém, nos meses seguintes, caiu seguidamente, encerrando com o mesmo quociente de um ano antes.

#### 4.19 ANÁLISE GERAL

De modo a facilitar a visualização dos resultados obtidos nesta pesquisa, são apresentados a seguir quadros referentes a cada um dos aspectos analisados: desempenho, liquidez, bem como do indicador P/VPA.

##### 4.19.1 Desempenho

Na comparação do desempenho das ações das empresas estudadas com o desempenho do Ibovespa, a Tabela 19 lista tanto as companhias que superaram o índice como aquelas que ficaram abaixo dele, ao final de doze meses após a adesão ao Novo Mercado. Esta tabela aponta também a média desse desempenho em relação ao Ibovespa.



Tabela 19: Desempenho das ações em relação ao Ibovespa.

Desempenho em relação ao Ibovespa	MÉDIA
Cyrela	38,96%
Eternit	25,83%
Equatorial	19,83%
Tractebel	15,25%
WEG	4,99%
Portobello	0,91%
Estácio Part.	0,89%
Perdigão	-10,56%
Cia. Hering	-13,49%
Embraer	-14,33%
Drogasil	-19,14%
Banco Brasil	-21,73%
Sabesp	-25,05%
Magnesita	-33,68%
Indústrias Romi	-43,03%
Light	-54,12%
Iochpe-Maxion	-57,27%
Ideiasnet	-58,21%

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela anterior mostra que, das 18 companhias analisadas, 7 foram melhor que o Ibovespa e 11 tiveram um desempenho mais fraco. Pode-se verificar também que, entre as que se saíram melhor, a média dos desempenhos ficou em 15,24% acima do Ibovespa. Já entre as companhias que apresentaram desempenho inferior ao índice, a média foi de 31,87%.

Dessa forma, pode-se inferir que a adesão ao Novo Mercado, de forma geral, não exerceu impactos positivos no desempenho das ações nos doze meses seguintes, já que a maior parte das empresas migrantes ficou abaixo da média do mercado.

#### 4.19.2 Liquidez

Para verificar a comparação geral da liquidez das ações antes e depois da migração, apresenta-se a seguir a Tabela 20, a qual aponta as variações (em porcentagem) na quantidade de negócios realizados. Além disso, a tabela destaca a média dessa variação, tanto das que tiveram aumento quanto das que apresentaram queda.

Tabela 20: Variação da liquidez: quantidade de negócios/dia.

<b>Variação da Liquidez</b>	<b>MÉDIA</b>
WEG	223000,00%
Perdigão	174266,66%
Drogasil	17400,00%
Iochpe-Maxion	12940,00%
Indústrias Romi	8842,85%
Cyrela	7080,00%
Portobello	1771,42%
Magnesita	636,22%
Eternit	610,88%
Cia. Hering	555,55%
Light	277,60%
Sabesp	127,42%
Tractebel	95,16%
Banco do Brasil	85,41%
Embraer	56,31%
Estácio Part.	2,76%
Equatorial	-9,86%
Ideiasnet	-20,36%
	<b>27984,27%</b>
	<b>-15,11%</b>

Fonte: elaborada pelo autor.

De acordo com a tabela anterior, constata-se que praticamente todas as companhias tiveram melhora na quantidade de negócios realizados com suas ações após a migração ao NM. Apenas duas, Ideiasnet e Equatorial, perderam liquidez depois de passar para o nível de governança corporativa mais exigente.

Observa-se também que, na média, esse aumento de negócios foi de 27.984,27% comparando-se o sexto mês anterior à adesão com o sexto mês posterior. Ou seja, neste aspecto, pode-se apontar que a migração para o Novo Mercado exerceu impactos extremamente positivos sobre as ações das empresas. Destaca-se a WEG, por exemplo, que teve um aumento de 223.000,00% na quantidade de negócios realizados com seus papéis.

Com o intuito de ampliar a análise geral dos resultados obtidos, apresenta-se na Tabela 21 a quantidade média de negócios/dia de cada empresa analisada, desde o sexto mês anterior à adesão de cada uma ao NM até o sexto mês subsequente. Cabe salientar que o período 0 (zero) representa o mês de migração, o número 1 representa o mês seguinte ao da migração e assim por diante. A tabela mostra ainda a média da liquidez a cada mês.

Tabela 21: média da liquidez das empresas: mês a mês.

Período em relação à adesão (em meses)	Quantidade média de negócios/dia																MÉDIA		
	Sabesp	Light	Cyrela	Tractebel	Perdigão	Embraer	BB	Eternit	Romi	WEG	Drogasil	Hering	Ideiasnet	lochpe	Magnesita	Equatorial		Portobello	Estácio
-6	76,2	137,5	-	107,6	0,3	313,8	133,0	34,0	0,7	0,0	0,2	7,2	234,7	0,5	59,9	197,6	0,7	28,9	<b>78,3876</b>
-5	114,5	137,2	-	110,0	0,2	271,8	420,7	75,3	0,9	0,2	0,6	13,7	196,1	0,8	50,5	255,1	0,8	45,9	<b>99,6445</b>
-4	128,6	74,0	-	158,7	0,1	181,9	542,2	61,6	1,3	0,7	0,1	10,0	243,5	0,2	51,9	190,6	3,8	52,8	<b>100,1224</b>
-3	123,2	78,7	-	63,1	0,2	184,8	412,9	52,4	0,7	0,3	0,3	10,4	136,3	1,4	34,1	115,7	16,4	54,5	<b>75,6071</b>
-2	165,9	77,1	2,0	49,3	0,2	262,3	454,2	34,8	0,8	1,0	0,3	22,1	234,1	0,5	54,0	129,8	20,6	154,9	<b>92,4324</b>
-1	136,6	202,0	6,4	64,4	0,2	499,6	691,9	36,7	2,2	0,7	22,7	14,7	199,3	6,6	49,6	115,0	15,4	76,6	<b>118,9062</b>
0	174,2	142,6	228,3	649,9	189,3	609,7	1013,0	40,2	12,6	370,7	458,0	265,4	189,2	36,8	141,6	153,0	16,4	38,0	<b>262,7115</b>
1	295,1	230,9	104,2	320,7	539,1	672,8	892,7	41,5	257,5	427,1	81,6	100,8	206,3	42,6	635,2	144,5	77,6	31,0	<b>283,3889</b>
2	192,3	358,0	187,8	288,1	527,8	805,8	940,7	49,5	108,1	303,1	65,2	177,3	153,2	74,2	444,6	209,0	36,5	64,9	<b>276,9990</b>
3	171,8	241,6	190,0	159,7	673,5	593,0	762,9	121,9	135,8	214,3	94,5	109,8	181,9	80,6	245,6	222,3	17,6	54,3	<b>237,2820</b>
4	268,3	261,6	163,6	152,1	499,0	581,9	841,7	150,3	169,4	269,3	49,6	122,4	335,1	75,0	253,0	186,2	10,9	37,7	<b>245,9368</b>
5	169,3	338,5	161,3	239,8	452,5	551,7	872,1	191,1	95,3	401,0	57,1	53,5	273,6	37,5	326,6	176,4	15,1	47,7	<b>247,7871</b>
6	173,3	519,2	143,6	210,0	523,1	490,5	912,0	241,7	62,6	446,2	35,0	47,2	186,9	65,2	441,0	178,1	13,1	29,7	<b>262,1375</b>

Fonte: elaborada pelo autor.

Agora, apresenta-se no Gráfico 55 a seguir as médias obtidas no quadro anterior, ou seja, este gráfico ilustra o comportamento médio da oscilação da liquidez das ações das empresas estudadas, em relação à migração para o Novo Mercado.

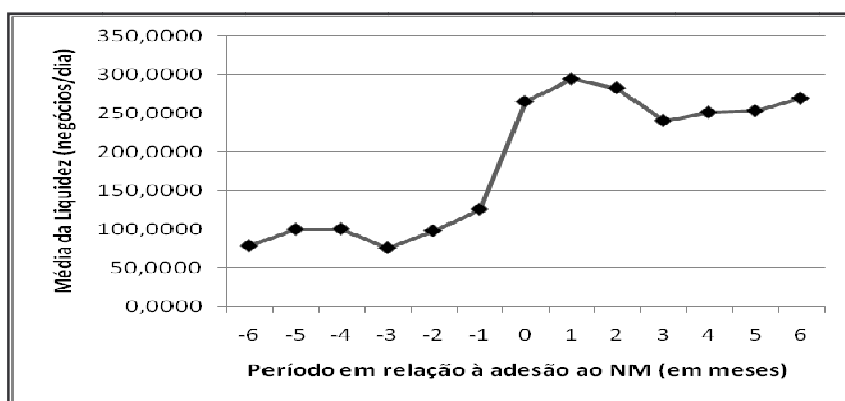


Gráfico 55: comportamento médio da liquidez das empresas.

Fonte: elaborado pelo autor.

O Gráfico 55 expõe mais claramente o que já pôde ser observado durante a análise das empresas separadamente, ou seja, que no mês de adesão ao NM (período 0) há um aumento significativo na quantidade média de negócios realizados por dia com as ações da empresa migrante. Verifica-se também que, na média, esse nível de liquidez não é mantido e acaba caindo logo na sequência.

No entanto, ao passarem-se seis meses da adesão ao NM, a liquidez média das empresas atinge um nível 3,3 vezes maior do que um ano antes, já que passou de 78,38 negócios/dia (período - 6) para 262,13 (período 6).

Seguindo o mesmo raciocínio apresentado para a quantidade média de negócios/dia, apresenta-se também este tipo de análise para a representatividade da liquidez de cada empresa em relação ao total de negócios realizados na bolsa. A Tabela 22 mostra ainda a média da representatividade geral das empresas analisadas, desde o sexto mês anterior à migração até o sexto mês subsequente.

Tabela 22: média da representatividade da liquidez das empresas em relação à Bovespa.

Período em relação à adesão (em meses)	Representatividade da liquidez em relação ao total da Bovespa															MÉDIA			
	Sabesp	Light	Cyrela	Tractebel	Perdigão	Embraer	BB	Eternit	Romi	WEG	Drogasil	Hering	Ideiasnet	lochpe	Magnesita		Equatorial	Portobello	Estácio
-6	0,0056	0,0054	-	0,0037	0,0000	0,0072	0,0045	0,0007	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0023	0,0000	0,0005	0,0016	0,0000	0,0002	<b>0,0019</b>
-5	0,0067	0,0039	-	0,0036	0,0000	0,0056	0,0097	0,0016	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002	0,0018	0,0000	0,0004	0,0019	0,0000	0,0003	<b>0,0021</b>
-4	0,0078	0,0023	-	0,0048	0,0000	0,0040	0,0111	0,0013	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0025	0,0000	0,0004	0,0015	0,0000	0,0004	<b>0,0021</b>
-3	0,0093	0,0025	-	0,0018	0,0000	0,0040	0,0090	0,0009	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0011	0,0000	0,0002	0,0008	0,0001	0,0004	<b>0,0018</b>
-2	0,0109	0,0029	0,0001	0,0012	0,0000	0,0047	0,0097	0,0007	0,0000	0,0000	0,0000	0,0003	0,0017	0,0000	0,0004	0,0009	0,0001	0,0009	<b>0,0019</b>
-1	0,0089	0,0065	0,0002	0,0019	0,0000	0,0102	0,0123	0,0009	0,0000	0,0000	0,0003	0,0002	0,0016	0,0000	0,0004	0,0008	0,0001	0,0005	<b>0,0025</b>
0	0,0127	0,0046	0,0064	0,0183	0,0041	0,0150	0,0207	0,0008	0,0002	0,0043	0,0048	0,0028	0,0013	0,0003	0,0010	0,0011	0,0001	0,0002	<b>0,0055</b>
1	0,0234	0,0070	0,0026	0,0074	0,0096	0,0140	0,0220	0,0009	0,0036	0,0045	0,0007	0,0009	0,0015	0,0003	0,0037	0,0008	0,0004	0,0002	<b>0,0058</b>
2	0,0137	0,0101	0,0057	0,0059	0,0108	0,0167	0,0196	0,0009	0,0014	0,0028	0,0007	0,0018	0,0011	0,0004	0,0029	0,0013	0,0002	0,0003	<b>0,0053</b>
3	0,0117	0,0059	0,0053	0,0035	0,0166	0,0113	0,0158	0,0021	0,0016	0,0022	0,0008	0,0009	0,0013	0,0005	0,0015	0,0013	0,0001	0,0002	<b>0,0046</b>
4	0,0151	0,0079	0,0038	0,0033	0,0104	0,0101	0,0160	0,0026	0,0018	0,0022	0,0004	0,0009	0,0019	0,0005	0,0016	0,0012	0,0001	0,0002	<b>0,0044</b>
5	0,0122	0,0095	0,0033	0,0043	0,0094	0,0096	0,0151	0,0029	0,0009	0,0030	0,0004	0,0004	0,0018	0,0002	0,0015	0,0008	0,0001	0,0002	<b>0,0042</b>
6	0,0105	0,0121	0,0032	0,0039	0,0098	0,0074	0,0158	0,0031	0,0007	0,0035	0,0003	0,0003	0,0011	0,0003	0,0019	0,0007	0,0001	0,0002	<b>0,0042</b>

Fonte: elaborada pelo autor.

Após essa síntese, apresenta-se, no Gráfico 56, a evolução média da representatividade da liquidez das empresas em relação ao total da Bovespa, em função da adesão ao Novo Mercado.

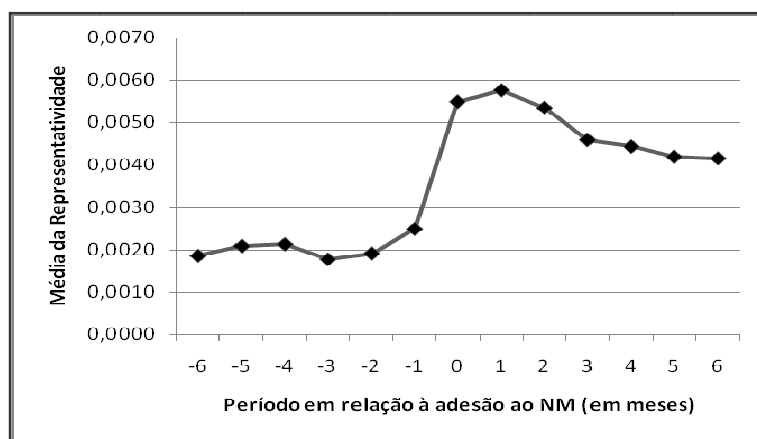


Gráfico 56: comportamento médio da representatividade da liquidez das empresas em relação à Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

De maneira semelhante ao que ocorreu com a média de negócios realizados por dia com as ações das empresas, a representatividade média em relação ao total da bolsa também sofreu um aumento considerável no mês da adesão ao NM (período 0). Porém, essa representatividade acaba diminuindo nos meses seguintes, mesmo assim, encerrando o sexto mês depois da chegada ao nível máximo de GC com o dobro da porcentagem de um ano antes.

#### 4.19.3 P/VPA

Os resultados sobre o indicador preço de mercado/valor patrimonial, que indica quanto os investidores estão dispostos a pagar pelas ações da empresa além do seu valor contábil, são resumidos no Quadro 4 a seguir.

P/VPA	
Aumentou	Diminuiu
Cyrela	Sabesp
Tractebel	Light
Perdigão	Embraer
Banco do Brasil	Cia. Hering
Eternit	Ideiasnet
Indústrias Romi	Iochpe-Maxion
WEG	Equatorial
Drogasil	Portobello
Magnesita	Estácio Part.
<b>TOTAL: 9 empresas</b>	<b>TOTAL: 9 empresas</b>

Quadro 4: síntese da evolução do P/VPA das empresas.

Fonte: elaborada pelo autor.

Constata-se que houve equilíbrio neste aspecto analisado, com 9 empresas apresentando redução no índice e outras 9 apresentando melhora. Com isso, não é possível inferir, de modo geral, que a adesão ao Novo Mercado impactou positivamente sobre a precificação dos ativos em relação ao seu valor contábil.

Da mesma forma que foi realizado com a liquidez e com a representatividade em relação ao total da Bovespa, coloca-se agora, através da Tabela 23, a oscilação do indicador P/VPA de cada empresa, em função da migração para o NM. Salienta-se que, nesta análise, os dados da empresa Magnesita foram excluídos, por terem apresentado indicadores extremamente discrepantes em relação às demais companhias, o que distorceria a apresentação do gráfico mais à frente.

Tabela 23: evolução do P/VPA das empresas mês a mês.

Período em relação à adesão (em meses)	P/VPA																MÉDIA		
	Sabesp	Light	Cyrela	Tractebel	Perdigão	Embraer	BB	Eternit	Romi	WEG	Drogasil	Hering	Ideiasnet	lochpe	Magnesita	Equatorial		Portobello	Estácio
-6	0,4	4,8000	-	2,5188	2,3375	3,2105	2,0000	1,3000	1,8000	5,2000	1,9667	3,0000	8,0846	6,4000	0,0000	1,7385	33,5333	2,5333	<b>4,7543</b>
-5	0,4545	5,2450	-	2,2381	2,3045	3,0900	2,4773	1,4652	1,7000	8,2947	3,2150	4,1250	7,3696	5,9565	0,0000	1,6391	33,1455	2,2048	<b>4,9956</b>
-4	0,5	4,9348	-	2,2826	2,4826	3,1957	2,7100	1,6050	1,7818	7,2500	4,2636	4,7227	8,9450	6,1000	0,0000	1,5600	24,5619	2,0095	<b>4,6415</b>
-3	0,487	4,2524	-	2,5591	2,6882	2,9600	2,6130	1,5783	2,3190	7,4273	3,5952	7,5524	10,8565	7,1000	0,0000	1,5000	15,2870	2,2455	<b>4,4130</b>
-2	0,45	4,5318	2,0095	2,8500	3,1091	2,8696	2,3050	1,4545	3,1565	6,2095	4,1000	8,2783	11,9091	7,1435	0,0000	1,3909	10,8905	3,4727	<b>4,2295</b>
-1	0,5	5,2864	2,6435	2,7182	2,6522	2,8773	2,5000	1,4857	3,8300	6,5739	6,6667	8,9952	10,2952	7,0190	0,0000	1,4238	9,7095	4,5238	<b>4,4278</b>
0	0,5	3,7905	3,7136	2,7455	2,5955	2,9143	2,1500	1,4609	3,7364	6,2667	8,9409	8,5182	6,8957	6,2143	0,0000	1,6217	8,8591	4,1217	<b>4,1692</b>
1	0,4217	1,9000	2,5667	3,6304	2,3609	2,8913	2,0571	1,4429	2,9714	7,4045	7,3870	7,1391	5,8524	4,7500	0,0000	1,6095	10,4318	3,6571	<b>3,8041</b>
2	0,39	1,5000	3,1682	3,6545	2,3318	3,2952	2,0826	1,4045	2,8652	7,5043	7,0600	6,7950	5,7381	4,8045	0,0000	1,5429	11,1952	3,1864	<b>3,8066</b>
3	0,3608	0,4333	4,1682	4,4565	2,8130	3,3773	2,0571	1,5091	3,1286	7,7300	2,7130	2,2261	5,5955	4,4381	0,0000	1,7227	8,6087	2,3826	<b>3,2067</b>
4	0,3	0,4000	4,9364	3,5864	2,5609	3,4091	2,0682	1,8190	2,6000	7,9000	2,4955	2,4909	6,8727	3,5000	0,0000	1,6682	8,1952	2,4550	<b>3,1810</b>
5	0,3	0,4045	5,1200	3,6565	2,6087	3,3571	2,2409	2,1304	2,4087	8,4909	2,3333	2,2905	6,8571	3,6095	0,0000	1,6048	7,7909	2,1000	<b>3,1836</b>
6	0,3	1,2300	5,8133	3,6000	2,6778	3,1800	2,5650	2,3100	2,4875	8,4250	2,2667	1,9647	2,8182	2,8750	0,0000	1,4545	8,2381	2,5000	<b>3,0392</b>

Fonte: elaborada pelo autor.

Na sequência, o Gráfico 57 facilita a visualização da evolução média do P/VPA de todas as empresas pesquisadas no período que engloba a adesão ao NM, sintetizando os dados expostos no quadro anterior.

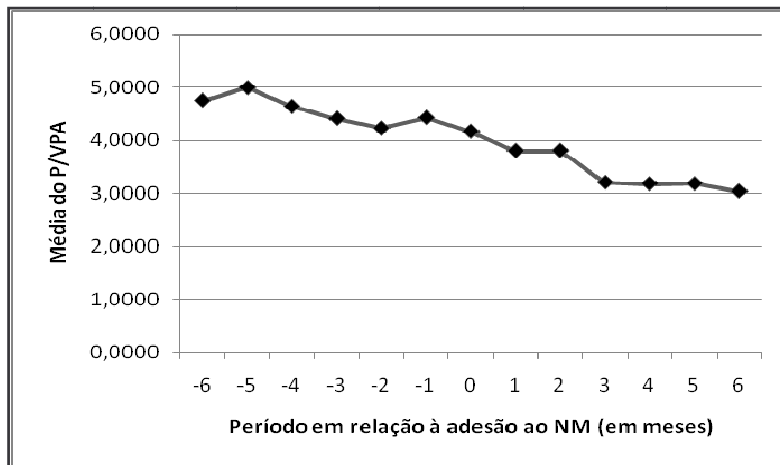


Gráfico 57: comportamento médio do P/VPA das empresas.  
Fonte: elaborado pelo autor.

Confirmando as constatações das análises que foram realizadas em cada empresa, verifica-se que, na média, o índice P/VPA das companhias já vinha caindo antes da adesão ao Novo Mercado e, mesmo após esse fato, continuou caindo de forma constante, apresentando uma clara tendência de queda em todo o período observado.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de capitais do Brasil vem passando por um forte processo de amadurecimento, principalmente no que tange à governança corporativa. Alguns dos principais órgãos e instituições do mercado de capitais vêm participando ativamente deste processo.

A CVM tem editado normas e resoluções a fim de melhorar a transparência das informações prestadas pelas empresas, bem como proteger os interesses dos acionistas minoritários. O IBGC elaborou o seu código de boas práticas de GC com o intuito de suscitar o debate sobre o tema e fornecer uma importante cartilha para as companhias que pretendem se adequar aos padrões mais completos de profissionalismo. Cita-se ainda a Bovespa, que, através da criação dos níveis diferenciados de governança corporativa (principalmente o Novo Mercado), buscou incentivar empresas a adotar tais práticas, bem como os investidores a participarem do mercado.

Dessa forma, este trabalho teve o intuito de avaliar os impactos da adesão às melhores práticas de governança corporativa (Novo Mercado) sobre o desempenho, a liquidez e a precificação das ações das empresas. Este último aspecto, avaliado por meio do indicador preço de mercado/valor patrimonial.

Para isso, selecionou-se todas as empresas que migraram para o Novo Mercado, deixando fora do universo de pesquisa aquelas que já abriram o capital diretamente neste segmento. Obteve-se assim, um conjunto de 18 companhias, as quais tiveram o desempenho de suas ações comparadas com o Índice Bovespa nos doze meses seguintes à adesão ao NM. Além disso, comparou-se também a variação da liquidez das ações e o indicador P/VPA destas empresas, em um período compreendido entre seis meses antes e seis meses depois da migração.

As companhias avaliadas foram as seguintes: Sabesp, Light, Cyrela, Tractebel, Perdigão, Embraer, Banco do Brasil, Eternit, Indústrias Romi, WEG, Drogasil, Cia. Hering, Ideiasnet, Iochpe-Maxion, Magnesita, Equatorial Energia, Portobello e Estácio Participações.

Os resultados obtidos, de certa forma, surpreenderam o pesquisador, já que, em alguns aspectos, foram diferentes das tendências argumentadas neste trabalho, baseadas em diversos autores, ou seja, de que a adoção de melhores práticas de GC tende a proporcionar maior valorização às ações, além de uma maior aceitação por parte dos investidores.

No entanto, quanto à análise do desempenho, verificou-se que apenas 7 das 18 companhias estudadas, conseguiram superar a média do mercado (Ibovespa) no período

verificado. Com relação ao acompanhamento da evolução do indicador P/VPA, foi verificado que apenas metade das empresas analisadas apresentou aumento do quociente, mostrando que não houve aumento considerável do interesse dos investidores pelas ações das empresas migrantes. Por fim, a verificação da variação da liquidez demonstrou um aumento consistente em praticamente todas as companhias, com apenas duas apresentando redução no número de negócios.

Toda a bibliografia utilizada na elaboração deste trabalho e as tendências observadas nos mercados de capitais de diversos países apontam para a importância da adoção de boas práticas de governança corporativa. É evidente que maior transparência nas informações prestadas e tratamento igualitário dos acionistas trazem benefícios para os participantes do mercado. No entanto, este estudo não identificou vantagens nos aspectos analisados.

Com base nos resultados da presente pesquisa, não é possível inferir que a adoção ao nível mais exigente de GC foi positiva para o desempenho das ações das empresas migrantes. Contudo, afirma-se com mais firmeza que há impactos nítidos na liquidez das ações, as quais passam a ter uma negociabilidade muito maior depois da migração.

Por fim, cabe destacar que nem mesmo movimentos especulativos foram identificados, de maneira geral, no desempenho das ações em função das adesões ao Novo Mercado. Apenas 7 empresas pesquisadas apresentaram forte alta logo após a migração e, em seguida, caíram significativamente.

## 5.1 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Este trabalho buscou identificar os impactos da adesão ao Novo Mercado sobre o desempenho, a liquidez e o indicador P/VPA. Diante disso, de modo a complementar e aprofundar esta análise, sugere-se a realização de outro trabalho que considere o mesmo universo aqui analisado, no entanto, avaliando a oscilação de indicadores financeiros das empresas e não apenas indicadores de mercado. Ou seja, seria interessante a análise da evolução do desempenho financeiro das companhias em função da adesão ao Novo Mercado, com base em indicadores de liquidez, rentabilidade e endividamento. Isto possibilitaria uma conclusão mais precisa acerca da adoção de boas práticas de GC.

Outra possibilidade a ser explorada neste tema é a realização de um estudo que tenha como universo de pesquisa as mais de 100 empresas que fazem parte do Novo Mercado atualmente, a fim de identificar os impactos da adesão no desempenho empresarial. Isto é,



levando em conta também as companhias que já abriram o capital diretamente no segmento mais exigente de governança corporativa.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, Carlos Guilherme de Paula. **Governança corporativa e geração de valor aos acionistas**. Rio de Janeiro: Monografia (Graduação em Economia). Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BANCO DO BRASIL. **Retrato da empresa**. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/portalbb/home2,102,102,1,0,1,6.bb>>. Acesso em 08 jun 2009.

BARBETTA, Pedro Alberto. **Estatística aplicada às ciências sociais**. 5. ed. Florianópolis: Editora da UFSC, 2005.

BARBOSA, Francisco Vidal; CAMARGOS, Marcos Antônio de. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 10, n. 2, 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n2art2.pdf>>. Acesso em 19 mar 2009.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Empresas: governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em 20 abr 2009.

\_\_\_\_\_. **Mercado: Índices – Índice Bovespa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em 07 jun 2009.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 37, n. 3, pp. 19-37, 2002.

\_\_\_\_\_, Antônio Gledson de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em 16 mar 2009.

CASAGRANDE NETO, Humberto. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. São Paulo: Atlas, 2000.

CASTRO, Cláudio de Moura. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill, 1977.

CIA. HERING. **A empresa:** história. Disponível em:  
<<http://www.ciahering.com.br/08/historia.php>>. Acesso em 08 jun 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Objetivos.** Disponível em:  
<<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 20 abr 2009.

\_\_\_\_\_. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Jun./02. Disponível em:  
<<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 03 jun 2009.

CYRELA. **A empresa:** a Cyrela. Disponível em:  
<<http://www.cyrela.com.br/Institucional/Empresa/Cyrela/>>. Acesso em 09 jun 2009.

DROGASIL. **Empresa:** histórico. Disponível em:  
<<http://www.drogasil.com.br/site/empresa/historico.php>>. Acesso em 09 jun 2009.

EMBRAER. **Empresa.** Disponível em:  
<<http://www.embraer.com.br/portugues/content/empresa/profile.asp>>. Acesso em 09 jun 2009.

EQUATORIAL. **A companhia:** histórico. Disponível em:  
<<http://www.equatorialenergia.com.br/>>. Acesso em 10 jun 2009.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES. **A companhia:** histórico e perfil corporativo. Disponível em:  
<<http://www.estacioparticipacoes.com/>>. Acesso em 09 jun 2009.

ETERNIT. **Eternit:** história. Disponível em:  
<<http://www.eternit.com.br/corporativo/historia/index.php?>>. Acesso em 10 jun 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira.** 3. ed. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1984.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa.** Disponível em:  
<<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em 08 mar 2009.

IDEIASNET. **A companhia:** história. Disponível em:  
<<http://www.ideiasnet.com.br/historia.htm>>. Acesso em 10 jun 2009.

INDÚSTRIAS ROMI. **A empresa:** histórico. Disponível em:  
<<http://www.romi.com.br/historico.0.html?&L=0>>. Acesso em 08 jun 2009.

IOCHPE-MAXION. **A companhia:** histórico e perfil corporativo. Disponível em: <<http://www.iochpe-maxion.com.br/>>. Acesso em 09 jun 2009.

KÖCHE, José Carlos. **Fundamentos da metodologia científica:** teoria da ciência e iniciação à pesquisa. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Técnicas de pesquisa.** São Paulo: Atlas, 1990.

LIGHT. **O grupo Light:** história. Disponível em: <<http://www.light.com.br/web/institucional/cultura/seculolight/teseculo.asp?mid=8687942772267226>>. Acesso em 10 jun 2009.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa:** o governo da empresa e o Conselho de Administração. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

MAGNESITA. **Quem somos:** histórico. Disponível em: <[https://www.grupomagnesita.com.br/magnesita/ecp/comunidade.do?evento=portlet&pIdPlc=ecpTaxonomiaMenuPortal&app=magnesita&tax=23486&lang=pt\\_BR&pg=2987&taxp=0](https://www.grupomagnesita.com.br/magnesita/ecp/comunidade.do?evento=portlet&pIdPlc=ecpTaxonomiaMenuPortal&app=magnesita&tax=23486&lang=pt_BR&pg=2987&taxp=0)>. Acesso em 10 jun 2009.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial.** São Paulo: Atlas, 2009.

NEVES, José Luis. Pesquisa qualitativa: características, usos e possibilidades. **Caderno de pesquisas em Administração.** São Paulo, v. 1, n. 3, 2º sem./1996.

NÓBREGA, M.; LOYOLA, G.; GUEDES FILHO, E. M.; PASQUAL, D. **O mercado de capitais:** sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. São Paulo: Bovespa, Jul. 2000. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em 29 mar 2009.

OKIMURA, Roodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo: Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.alianti.com.br/pdf/Dissertacao%20Governanca%20Corporativa%20%20Rodrigo%20Takashi%20Okimura.pdf>>. Acesso em 10 abr 2009.

PERDIGÃO. **A empresa.** Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/empresasperdigao/paginas.cfm?area=0&sub=1>>. Acesso em 09 jun 2009.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais:** fundamentos e técnicas. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

PORTOBELLO. **A empresa:** sobre a Portobello. Disponível em: <<http://www.portobello.com.br/portugues/aempresa/sobre/index.html>>. Acesso em 09 jun 2009.

ROGERS, Pablo. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil.** Uberlândia: Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal de Uberlândia, 2006. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/dissrogers.pdf>>. Acesso em 07 abr 2009.

SABESP. **A Sabesp:** perfil. Disponível em: <<http://www.sabesp.com.br/CalandraWeb/CalandraRedirect/?temp=4&proj=sabesp&pub=T&db=&docid=FFCDD6EDD87C83968325708200673822>>. Acesso em 10 jun 2009.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração.** São Paulo, v. 39, n. 4, pp. 348-361, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa:** desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SOUZA, Antonio Carlos de; FIALHO, Francisco Antonio Pereira; OTANI, Nilo. **TCC:** métodos e técnicas. Florianópolis: Visual Books, 2007.

TRACTEBEL. **A companhia:** histórico. Disponível em: <<http://www.tractebelenergia.com.br/>>. Acesso em 10 jun 2009.

TRIVIÑOS, Augusto N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais:** a pesquisa qualitativa em educação. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES.** Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, pp. 103-122, dez. 2004.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

WEG. **Sobre a WEG:** história. Disponível em: < <http://www.weg.net/br/Sobre-a-WEG/Historia>>. Acesso em 10 jun 2009.

**ANEXO A – COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO SUL
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO
BCO PINE S.A.	PINE
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	BRASIL T PAR
BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CENTRAIS ELET BRAS S.A. – ELETROBRAS	ELETROBRAS
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	CEMIG
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL	COPEL
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
CTEEP – CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	TRAN PAULIST
DURATEX S.A.	DURATEX
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
ITAU UNIBANCO BANCO MULTIPLO S.A.	ITAUUNIBANCO
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
PARANA BCO S.A.	PARANA
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
SADIA S.A.	SADIA S/A
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	UNIPAR
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	USIMINAS
VALE S.A.	VALE
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P

Quadro 5: companhias listadas no Nível 1 de governança corporativa.

Fonte: Bovespa (2009).

**ANEXO B – COMPANHIAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A.	ANHANGUERA
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
BCO SOFISA S.A.	SOFISA
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A	SEB
SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
TAM S.A.	TAM S/A
TERNA PARTICIPACOES S.A.	TERNA PART
UNIVERSO ONLINE S.A.	UOL

Quadro 6: companhias listadas no Nível 2 de governança corporativa.  
Fonte: Bovespa (2009).

## ANEXO C – COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	ABYARA
ACUCAR GUARANI S.A.	GUARANI
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	AGRA INCORP
AMERICAN BANKNOTE S.A.	ABNOTE
AMIL PARTICIPACOES S.A.	AMIL
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BMF BOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMF BOVESPA
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	BRASCAN RES
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	ECODIESEL
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	CC DES IMOB
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	CCR RODOVIAS
CIA HERING	CIA HERING
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
DROGASIL S.A.	DROGASIL
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	EMBRAER
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP



GRENDENE S.A.	GRENDENE
GVT (HOLDING) S.A.	GVT HOLDING
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	IGUATEMI
INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
INPAR S.A.	INPAR S/A
INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	INVEST TUR
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
KLABIN SEGALL S.A.	KLABINSEGALL
LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LLX LOGISTICA S.A.	LLX LOG
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO
MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	MAGNESITA SA
MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.	MARFRIG
MARISA S.A.	MARISA
MEDIAL SAUDE S.A.	MEDIAL SAUDE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	OGX PETROLEO
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
PERDIGAO S.A.	PERDIGAO S/A
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA
REDECARD S.A.	REDECARD
RENAR MACAS S.A.	RENAR
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS

SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	SATIPEL
SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	TEMPO PART
TOTVS S.A.	TOTVS
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
WEG S.A.	WEG

Quadro 7: companhias listadas no Novo Mercado.  
Fonte: Bovespa (2009).