

# **Reação dos Investidores Institucionais às Alterações nos Níveis de Governança Corporativa**

## *Institutional Investors Reaction to Changes in Corporate Governance Levels*

### **Dermeval Martins Borges Junior**

Doutorando em Ciências Contábeis pelo PPGCC/UFU; E-mail: [dermevaljr14@hotmail.com](mailto:dermevaljr14@hotmail.com)

### **Rodrigo Fernandes Malaquias**

Professor do Departamento de Finanças da FAGEN/UFU; E-mail: [rodrigofmalaquias@ufu.br](mailto:rodrigofmalaquias@ufu.br)

### **Fernanda Maciel Peixoto**

Professora do Departamento de Finanças da FAGEN/UFU; E-mail: [fmacielpaixoto@gmail.com](mailto:fmacielpaixoto@gmail.com)

## **Resumo**

Este trabalho analisou a reação dos investidores institucionais às alterações na classificação das empresas abertas brasileiras conforme os segmentos especiais de listagem da bolsa de valores do Brasil. Foram selecionadas todas as empresas abertas que sofreram alguma alteração em seu segmento de listagem no período de janeiro de 2010 a dezembro de 2014. Para representar os investidores institucionais, foram considerados todos os fundos de ações com dados disponíveis no período. Os resultados evidenciaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis para a soma dos percentuais investidos pelos fundos nas empresas e a variável *dummy* para o mês de mudança no segmento de listagem e os dois meses seguintes. Desta forma, a partir do momento em que as companhias mudam para um segmento de listagem com maiores exigências em termos de governança corporativa, os investidores institucionais aparentam aumentar os investimentos em ações dessas empresas.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Investidores Institucionais; Investimentos.

## ***Abstract***

*The aim of this study is to analyze the reaction of institutional investors to changes in the classification of Brazilian public firms according to the special listing segments of the Brazilian Stock Exchange. To do so, we selected all firms who have experienced any change*

*in their listing segment from January 2010 to December 2014; the final sample consisted of 23 firms. To represent institutional investors, we considered all mutual funds with available data in the period. The results showed a positive and statistically significant relationship between the variables that indicate the sum of the percentage invested by funds in companies and the dummy variable for the month of change in the listing segment and the next two months. Therefore, institutional investors seem to increase investments in stocks of firms which moved to a listing segment with greater requirements in terms of corporate governance.*

**Keywords:** *Corporate Governance; Institutional Investors; Investments.*

## **1. Introdução**

A governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos por meio dos quais os acionistas minoritários e credores, denominados *outsiders*, se protegem contra a expropriação por parte dos controladores e gestores, chamados de *insiders*. Essa expropriação pode se dar de diversas maneiras, grosso modo, os *insiders* podem, por exemplo, simplesmente, se apropriarem dos lucros ou, então, transferir ou vender os ativos da empresa que controlam para alguma empresa de que são donos. Diante disso, todos os *outsiders*, sejam eles grandes ou pequenos investidores, acionistas ou credores, precisam ser protegidos. Na maioria dos países, essa proteção se dá pelos reguladores de mercado, pelos tribunais e, também, pelos próprios participantes do mercado (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000).

Dentre os participantes do mercado, inclusive no mercado de capitais brasileiro, estão os investidores institucionais. Segundo Ferri e Soares (2009), esses agentes são vistos por grande parte da comunidade financeira como investidores sofisticados, que possuem maior capacidade para monitorar e disciplinar os gestores das empresas. O estudo de Doige, Dyck, Mahmudi e Virami (2015) mostrou que os investidores institucionais, por meio de atos coletivos estabelecidos em uma organização formal, conseguiram intervir profundamente em três aspectos da governança corporativa nas empresas analisadas, a saber: transparência, estrutura de compensação e votação por maioria nas eleições para diretoria.

Além disso, Gillan e Starks (2003) afirmam que os investidores institucionais podem influenciar fortemente a governança corporativa, atuando como um mecanismo de controle externo, seja ao interferir diretamente nas atividades dos gestores, dada a extensiva participação na estrutura de propriedade, ou indiretamente, ao negociar suas quotas. Nesse

sentido, McCahery, Sautner e Starks (2016) encontraram evidências empíricas de que os investidores institucionais, quando não satisfeitos com as políticas ou decisões da empresa, conseguem disciplinar os gestores e trazer benefícios em termos de governança através da intervenção direta na empresa por meio de discussões nos bastidores com os administradores e conselho de administração, ou de modo indireto, ao ameaçarem vender suas participações.

Diante da relevância da governança corporativa para as empresas e seus *stakeholders*, sobretudo sua perspectiva a partir dos investidores institucionais, pressupõe-se que melhorias nos níveis de classificação relacionados à governança corporativa contêm conteúdo informacional que é absorvido por investidores institucionais e utilizado para decisões de alocação de ativos financeiros em suas carteiras. No Brasil, para as empresas de capital aberto, há diferentes classificações no que se refere ao nível de governança. As respostas dos investidores às alterações nos níveis de governança corporativa ainda merecem maior atenção por parte da literatura, o que motivou a realização deste estudo, que é norteado pela seguinte questão de pesquisa: Qual a reação dos investidores institucionais às alterações nos níveis de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto? Diante deste questionamento, o objetivo geral deste trabalho consiste em analisar a reação dos investidores institucionais às alterações na classificação das empresas abertas brasileiras conforme os segmentos especiais de listagem da bolsa de valores do Brasil.

Espera-se que esta pesquisa contribua para a literatura sobre o tema ao fornecer evidências da perspectiva dos investidores institucionais a respeito da governança corporativa. Os estudos que abordam governança corporativa e sua relação com os investidores institucionais são escassos, mesmo com achados relevantes na literatura, como os que foram apresentados brevemente nos parágrafos anteriores. Vale ressaltar ainda que este trabalho avança ao propor uma visão complementar a dos demais, uma vez que os estudos sobre essa temática geralmente buscam verificar a influência dos investidores institucionais na governança corporativa, enquanto que aqui se pretende mostrar como os padrões de governança corporativa das empresas influenciam as ações dos investidores institucionais.

## **2. Revisão da Literatura**

Grandes investidores institucionais são instigados a assumirem papel relevante no monitoramento e reforço de práticas de governança, influenciando as empresas em que investem. Existem dois principais argumentos para isso, o primeiro é proveniente de uma perspectiva econômica, com foco nos custos de agência, o segundo decorre da perspectiva dos

acionistas, com destaque para assuntos sobre democracia corporativa. Como os grandes investidores institucionais são, geralmente, acionistas que detêm a propriedade, eles possuem, portanto, incentivos para monitorar e controlar as decisões corporativas de modo a reduzir os custos de agência e proteger a riqueza dos acionistas. Os investidores institucionais também são encorajados a exercer seus direitos democráticos, especialmente os direitos de voto, a fim de compensar a desigualdade de poder decorrente da separação entre propriedade e controle (Ingley & Walt, 2004).

Assim, os investidores institucionais têm potencial para desempenhar um papel importante nos mercados financeiros em termos de desenvolvimento da governança corporativa, uma vez que, por conta dos custos envolvidos no processo, apenas grandes acionistas possuem os incentivos adequados para monitorar amplamente a gestão das firmas. Apesar disso, se esses investidores irão ou não exercer tal monitoramento vai depender das restrições as quais estão sujeitos, seus objetivos e suas preferências por liquidez, fatores esses que variam conforme o país, provocando assim diferenças na influência dos investidores institucionais sobre as práticas de governança corporativa. De modo geral, espera-se que os investidores institucionais aumentem a liquidez, volatilidade e informatividade dos preços nos mercados em que atuam, resultando em, dada a ampliação da informação proporcionada pelas negociações desses agentes, melhor monitoramento das empresas e, conseqüentemente, melhor governança corporativa (Gillan & Starks, 2003).

Segundo Brav, Jiang, Partnoy e Thomas (2008), os fundos que adotam uma postura ativa, *i.e.*, que de alguma forma utilizam seus direitos de sócios para influenciar diretamente o conselho de administração ou os gestores das firmas a agirem e tomarem decisões em consonância aos seus objetivos, conseguem reduzir os custos de agência, constituindo-se assim em um importante mecanismo de monitoramento da firma, inclusive com benefícios para os demais acionistas. Além disso, os mencionados autores encontraram evidências empíricas de retornos anormais positivos de fundos de *hedge* com postura ativista, os quais seriam provenientes dos incentivos empregados pelos mesmos às firmas em que investem.

De acordo com Ferreira e Matos (2008) os investidores institucionais estão, cada vez mais, desempenhando um papel importante em termos de governança corporativa em empresas em todo o mundo, uma vez que esses investidores conseguem impulsionar mudanças nas empresas ao manifestar seus interesses diretamente aos gestores ou indiretamente ao deixar de investir na empresa. Esse argumento foi verificado empiricamente por McCahery *et al.* (2016) que encontraram evidências de que os investidores institucionais,

quando não satisfeitos com as políticas ou decisões da empresa, conseguem disciplinar os gestores e trazer benefícios em termos de governança através da intervenção direta por meio de discussões nos bastidores com os administradores e conselhos de administração, ou de modo indireto, ao ameaçar vender suas participações.

Por outro lado, os investidores institucionais podem não ter um papel atuante no desenvolvimento das políticas de governança corporativa das empresas que compõem os seus portfólios, Bushee, Carter e Gerakos (2014) sugerem que investidores institucionais sensíveis a boas práticas de governança, em vez de exercerem um papel ativo nesse sentido, podem simplesmente investir apenas em firmas que já possuam os mecanismos de governança corporativa de sua preferência. Os referidos autores encontraram evidências empíricas de que os investidores institucionais sensíveis a mecanismos de governança corporativa, isto é, quando as características de governança afetam a decisão de investimento, preferem investir em empresas que possuam previamente tais mecanismos.

Nesse sentido, Wahab, How e Verhoeven (2008) encontraram, a partir de uma análise de painel com 434 empresas listadas na *Malaysia Stock Exchange* com dados no período de 1999 a 2002, uma relação positiva e estatisticamente significativa entre propriedade institucional e governança corporativa, sugerindo assim que os investidores institucionais são atraídos por empresas com boas práticas de governança corporativa. Em estudo similar no mercado norte-americano com dados no período de Janeiro de 2001 a Dezembro 2006, Chung e Zhang (2011) analisaram a relação entre governança corporativa e decisões dos investidores institucionais na seleção de ações e encontraram evidências de que investidores institucionais preferem ações de empresas bem governadas, por razões de liquidez, custos de monitoramento e responsabilidade fiduciária. Além disso, os resultados da referida pesquisa indicaram ainda que a proporção de instituições detentoras de ações de determinada empresa aumenta com a qualidade da governança.

Ferreira e Matos (2008) propuseram uma visão global sobre os fatores que levam investidores institucionais a investirem em empresas internacionalmente. A partir de uma extensa base de dados com instituições de diversos países detentoras de ações de empresas também de diferentes países no período de 2000 a 2005, os referidos autores verificaram que os investidores institucionais buscam investir em empresas grandes e com fortes indicadores de governança. Além dos elementos intrínsecos às empresas, alguns fatores a nível nacional se mostraram relevantes, como por exemplo, a preferência dos investidores institucionais por países com normas de divulgação contábil rigorosas.

Adicionalmente, Li, Moshirian, Pham e Zein (2006) examinaram fatores do ambiente macro de governança que afetam as decisões de propriedade institucional. A partir de dados de propriedade de 19.883 empresas em 45 países, os referidos autores encontraram evidências de que países com extensivos direitos aos acionistas, aplicação legal efetiva (*enforcement*) e exigência de ampla transparência na divulgação das informações financeiras tendem a possuir empresas com maiores participações de investidores institucionais. Além disso, em países com macroambiente de forte governança corporativa, aspectos como capacidade de intervenção reforçada e menores custos de monitoramento aumentam a propensão dos investidores institucionais monitorarem e disciplinarem as empresas.

O estudo de Bushee e Noe (2000) indicou evidências da influência que as práticas de *disclosure* exercem na composição da propriedade de investidores institucionais nas empresas e na volatilidade dos preços das ações. Dentre os resultados da referida pesquisa, foi verificado que os investidores institucionais tendem a investir em empresas com melhores práticas de *disclosure*, sendo que ao atrair tais investidores, a volatilidade do preço das ações é reduzida, uma vez que certos investidores institucionais estão interessados em investimentos no longo prazo e baixo *turnover* do portfólio. Apesar disso, verificou-se ainda que o *disclosure* também atrai instituições transitórias, as quais acentuam a volatilidade dos retornos das ações, por conta de seus horizontes de investimento de curto prazo e estratégias de negociação agressivas.

Aggarwal, Erel, Ferreira e Matos (2011) verificaram se investidores institucionais afetam a governança corporativa ao analisar as participações de instituições em empresas de 23 países durante o período compreendido entre 2003 e 2008. A partir da análise de regressão com dados em painel envolvendo variáveis para a participação de investidores institucionais na estrutura de propriedade e controle e variáveis para as características das firmas, os resultados indicaram que o nível de governança das empresas se mostrou positivamente associado aos investimentos institucionais internacionais, ou seja, os investidores institucionais internacionais exportam boas práticas de governança corporativa ao redor do globo. Além disso, verificou-se que aumentos de investidores institucionais na estrutura de propriedade aumentam o valor da empresa, evidenciando que os investimentos institucionais não apenas afetam os mecanismos de governança, como também exercem efeitos no valor das empresas.

Aggarwal, Klapper e Wysocki (2005) examinaram as escolhas de alocação dos investimentos de fundos mútuos norte-americanos ativamente geridos em ações de 30

mercados emergentes no ano de 2002. Dentre os resultados obtidos na referida pesquisa, foi verificado que políticas específicas de cada país que envolvam elevada transparência nas divulgações contábeis, forte proteção aos direitos dos acionistas e estrutura legal, estão positivamente associadas com os investimentos dos fundos mútuos norte-americanos. Assim sendo, esses resultados ressaltam o importante papel que as boas práticas de governança corporativa exercem em atrair investimentos institucionais.

### **3. Método**

Para a realização deste estudo, foram selecionadas todas as empresas abertas brasileiras listadas na bolsa de valores do Brasil que sofreram alguma modificação em sua classificação nos segmentos especiais de listagem, os quais são denominados Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. De acordo com Procianoy e Verdi (2009), as empresas listadas nesses segmentos especiais proporcionam melhores práticas de governança corporativa aos seus acionistas em comparação às demais empresas do mercado tradicional, isso porque nesses segmentos existem maiores exigências em termos de direitos societários, especialmente dos acionistas minoritários, e transparência das companhias.

Tendo em vista que o objetivo deste trabalho consiste em analisar a reação de investidores institucionais a alterações na classificação das empresas nos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira, a amostra deste estudo deve considerar, portanto, além das empresas listadas nos citados segmentos, os investidores institucionais. Assim sendo, para representar os investidores institucionais foram selecionados todos os fundos mútuos de ações brasileiros. Li *et al.* (2006) afirmam que o impacto do ambiente de governança corporativa nas decisões de participação societária é mais expressivo no caso de gestores profissionais de fundos do que em outros tipos de instituições, como por exemplo, os bancos, justificando, portanto, a escolha dos fundos de ações para este estudo.

Quanto ao horizonte temporal de análise, a princípio foi escolhido o período compreendido entre setembro de 2009 a dezembro de 2015. A data de setembro de 2009 foi escolhida em razão de representar o início de divulgações mais detalhadas a respeito da composição das carteiras dos fundos. A data final foi escolhida em razão de representar o último período com dados disponíveis para alterações na classificação das empresas nos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira. Dadas essas restrições, a amostra inicial contou com 72 empresas.

Contudo, apesar de existirem dados referentes a alterações na classificação das empresas nos segmentos especiais em 2015, não foram encontrados dados completos nas carteiras dos fundos para algumas empresas nesse ano. Além disso, os procedimentos metodológicos adotados, conforme explicado no decorrer desta seção, exigiram que fossem levantados dados referentes à participação societária dos fundos nas empresas nos dois meses anteriores e nos dois meses posteriores à data de alteração na classificação de cada empresa nos segmentos de listagem, por isso foram excluídas todas as empresas com Oferta Pública Inicial (IPO) e demais operações que impossibilitassem a obtenção de dados nos dois meses anteriores ou posteriores à data de listagem. Essas exclusões acarretaram a supressão das observações das empresas no ano de 2009.

Diante disso, o período de análise definitivo foi de janeiro de 2010 a dezembro de 2014. A amostra final de empresas que sofreram alguma alteração na classificação nos segmentos de listagem especiais da bolsa de valores do Brasil durante esse período foi de 23 empresas. Os dados a respeito dessas empresas com a respectiva data de alteração no segmento de listagem foram obtidos junto à bolsa de valores (B3) e à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados referentes à composição das carteiras dos fundos foram levantados por meio do Sistema de Informações da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (SI-ANBIMA).

Para analisar a reação dos investidores institucionais às alterações na classificação das empresas abertas conforme os segmentos especiais de listagem da bolsa de valores, foram identificadas as empresas que sofreram alguma alteração na classificação e o mês em que a mudança ocorreu. Em seguida, as empresas foram classificadas conforme a alteração no nível de governança, isto é, se houve uma listagem para um nível superior, de maior exigência de governança, ou mudança para nível inferior, de menor exigência. Vale ressaltar que, no período investigado neste estudo, as alterações no segmento de listagem de todas as empresas da amostra foram para segmentos de maior exigência de governança corporativa em relação ao respectivo segmento anterior.

A partir do mês em que ocorreu a alteração no segmento de listagem para cada uma das empresas, foi verificado nas carteiras de cada um dos fundos o percentual investido na respectiva empresa no mês da alteração (mês 0), o percentual investido naquela empresa nos dois meses anteriores à reclassificação (mês -1 e mês -2) e nos dois meses posteriores (mês 1 e mês 2) à mudança no segmento de listagem. Além disso, foram estimadas outras variáveis para subsidiar as análises subsequentes, a saber:



- i) *aloc*: representa o somatório do percentual investido por todos os fundos em determinada ação no mês  $t$ , ou seja, consiste em uma medida agregada, de modo que 0% indica que nenhum fundo alocou recursos para aquela ação em determinado mês;
- ii)  $\ln(\text{aloc})$ : representa o logaritmo natural da variável *aloc*. Vale ressaltar que foi adicionado o número 1 à fórmula em razão da presença de valores 0 para a variável *aloc*, assim, a medida para esta variável foi  $\ln(\text{aloc} + 1)$ ;
- iii) *alteração*: variável *dummy* que recebe valor 1 para o mês de mudança no segmento de listagem de determinada empresa ou nos meses posteriores a essa alteração, e 0 para os meses anteriores à alteração;
- iv) *NM*: variável *dummy* que recebe valor 1 quando a alteração no segmento de listagem de determinada empresa foi para o segmento Novo Mercado, e 0 para os demais casos.

Para avaliar se a alteração no segmento de listagem de determinada empresa promove algum efeito no percentual médio mensal alocado pelos fundos foram utilizadas estatísticas descritivas e análises de regressão. Vale ressaltar que não foram consideradas variáveis para as características das firmas tendo em vista o curto espaço de tempo estudado, uma vez que essas características tendem a não variar de um mês para outro.

#### 4. Resultados

Conforme a Tabela 1, das 23 mudanças nos segmentos de listagem das empresas observadas, a maioria delas (9 empresas) teve como destinação o Novo Mercado, o qual é considerado o segmento de listagem especial com mais exigências para os padrões de governança corporativa das companhias. Para os outros segmentos especiais, foi verificado que 6 empresas listaram-se no Nível 2, outras 7 empresas listaram-se no Nível 1, e apenas 1 empresa aderiu ao Bovespa Mais.

**Tabela 1** – Alterações nos segmentos de listagem observados

<b>Alteração para os Segmentos de Listagem</b>	<b>Quantidade de Empresas</b>
Bovespa Mais	1
Nível 1	7
Nível 2	6
Novo Mercado	9

Fonte: Elaborado pelos autores.

Vale ressaltar que, para todas as alterações na listagem das empresas da amostra, foram observadas apenas mudanças de segmentos de menor exigência para segmentos de maior exigência em termos de governança corporativa, ou seja, empresas que estavam listadas

no mercado Tradicional ou no Nível 1, por exemplo, alteraram sua classificação para segmentos com maiores exigências, como Nível 2 ou Novo Mercado. Não foram encontradas evidências de empresas que saíram de determinado segmento especial de listagem para outro com menores exigências de governança.

Conforme a Tabela 2, a média da soma do percentual alocado por todos os fundos em ações das empresas que tiveram alteração em seu segmento de listagem se mostrou menor nos dois meses anteriores (meses -1 e -2) ao mês em que a mudança de segmento ocorreu (mês 0), sendo de 173,83% no primeiro mês antecedente e de 164,95% no segundo mês antecedente frente a 240,05% no mês de alteração na classificação. Nos dois meses subsequentes (meses 1 e 2) a média da soma dos percentuais de alocação de todos os fundos se mostrou próxima ao verificado no mês de alteração de segmento (mês 0), sendo um pouco menor no primeiro mês posterior (239,12%) e um pouco maior no segundo mês posterior (247,19%).

**Tabela 2** – Estatística descritiva para variável de alocação dos fundos (aloc)

Mês	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
-2	23	164,952	199,155	0,000	726,131
-1	23	173,828	207,859	0,000	768,264
0	23	240,046	236,688	0,000	814,595
1	23	239,120	264,966	0,000	959,902
2	23	247,191	282,077	0,000	1.081,990

Fonte: Resultados da pesquisa.

Ainda na Tabela 2, percebe-se que o percentual mínimo alocado por todos os fundos em determinada empresa para cada um dos cinco meses estudados foi de 0%, ou seja, isso significa que pelo menos um fundo não alocou recursos para alguma ação em cada mês de observação. Quanto ao valor máximo verificado na soma dos percentuais de alocação dos fundos em determinada empresa, percebe-se que esse percentual total foi maior no mês de alteração das empresas nos segmentos de listagem (mês 0) e nos dois meses posteriores (mês 1 e mês 2), sendo 814,60%, 959,90% e 1.081,99%, respectivamente, do que nos dois meses anteriores à mudança (mês -1 e mês -2), sendo de 768,26% e 726,13%, respectivamente. O comportamento dos valores para o desvio padrão se mostrou similar ao observado nos valores máximos.

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas para a variável  $\ln(\text{aloc})$ . Essa variável representa o logaritmo natural do somatório do percentual alocado por todos os fundos nas ações das empresas que sofreram mudanças em seu segmento de listagem no mês em que ocorreu a alteração e nos dois meses anteriores e posteriores a essa mudança. Em outras

palavras, essa variável consiste no logaritmo natural da variável aloc, apresentada anteriormente, por isso os resultados verificados para a estatística descritiva foram similares.

**Tabela 3** – Estatística descritiva para o logaritmo natural de alocação dos fundos [ln(aloc)]

Mês	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
-2	23	3,863	2,225	0,000	6,589
-1	23	3,900	2,258	0,000	6,645
0	23	4,669	1,771	0,000	6,704
1	23	4,650	1,737	0,000	6,868
2	23	4,595	1,819	0,000	6,987

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme os resultados indicados na Tabela 4, percebe-se que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 10% entre os percentuais de alocação da carteira dos fundos nas empresas que tiveram alteração em seu segmento de listagem e o mês em que essa mudança ocorreu e os demais meses subsequentes. Isso quer dizer que quando determinada empresa passa de um segmento de listagem para outro de maior exigência em termos de governança corporativa, os investidores institucionais tendem a aumentar o percentual de alocação de suas carteiras em ações dessas empresas a partir do momento em que essa mudança acontece.

**Tabela 4** – Análise de regressão considerando todas as empresas (var. dep. = aloc)

Variável	Coefficiente	Erro Padrão (Robusto)	t	Significância
Alteração	72,729	42,956	1,690	0,093
Constante	169,390	29,619	5,720	0,000

Fonte: Resultados da pesquisa

Na Tabela 5 estão os resultados para os mesmos critérios estabelecidos na análise de regressão anterior, porém com a substituição da variável dependente aloc pela variável ln(aloc). Do mesmo modo, com a utilização da variável dependente sendo o logaritmo natural da soma dos percentuais de alocação dos fundos nas empresas, os resultados se mostraram semelhantes, ou seja, a relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 10% permaneceu.

**Tabela 5** – Análise de regressão considerando todas as empresas [var. dep. = ln(aloc)]

Variável	Coefficiente	Erro Padrão (Robusto)	t	Significância
Alteração	0,757	0,388	1,950	0,054
Constante	3,881	0,326	11,900	0,000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Adicionalmente, buscou-se verificar neste trabalho se os investidores institucionais apresentam alguma reação diferente às mudanças na listagem das empresas conforme o segmento de listagem. Isso é justificado tendo em vista que, apesar de todos os segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira prezarem por regras singulares de governança corporativa, alguns segmentos possuem exigências maiores que outros. Diante disso, foram implementadas outras duas análises de regressão similares às anteriores, porém utilizando uma variável *dummy* (NM) que divide as empresas em dois grupos, recebendo valor 1 quando a alteração no segmento de listagem de determinada empresa foi para o segmento Novo Mercado, e 0 para os demais casos (Bovespa Mais, Nível 1 e Nível 2).

**Tabela 6** – Análise de regressão considerando as empresas por grupos (var. dep. = aloc)

Variável	Coefficiente	Erro Padrão (Robusto)	t	Significância
NM = 0				
alteração	18,094	55,398	0,330	0,745
constante	179,634	41,920	4,290	0,000
NM = 1				
alteração	157,718	67,193	2,350	0,024
constante	153,454	39,300	3,900	0,000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Percebe-se na Tabela 6 que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% entre a soma dos percentuais de alocação da carteira dos fundos nas empresas que tiveram alteração em seu segmento de listagem para o Novo Mercado no mês em que a alteração ocorre e nos dois meses subsequentes. Isso quer dizer que os investidores institucionais tendem a aumentar o percentual de alocação de suas carteiras em ações das empresas que mudam seu segmento de listagem para o Novo Mercado a partir do mês em que essa mudança ocorre. Os resultados para as alterações nos demais segmentos não se mostraram estatisticamente significativos.

**Tabela 7** – Análise de regressão considerando as empresas por grupos [var. dep. = ln(aloc)]

Variável	Coefficiente	Erro Padrão (Robusto)	t	Significância
NM = 0				
alteração	0,314	0,512	0,610	0,541
constante	3,969	0,415	9,560	0,000
NM = 1				
alteração	1,445	0,589	2,450	0,018
constante	3,745	0,537	6,980	0,000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme observa-se na Tabela 7, ao utilizar como variável dependente o logaritmo natural da soma dos percentuais de alocação dos fundos nas empresas, os resultados também apontaram para uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% entre percentual de alocação dos fundos nas empresas e os meses subsequentes à alteração no segmento de listagem, isso quando se leva em conta o grupo das empresas que tiveram alteração para o Novo Mercado. Do mesmo modo, os resultados para o grupo com as mudanças para os demais segmentos não foram estatisticamente significativos.

De modo geral, observa-se a partir dos resultados que no período compreendido entre 2010 a 2014 as alterações nos segmentos de listagem das empresas da amostra foram todas para segmentos com maiores exigências em termos de governança corporativa (Tabela 1). Isso demonstra que as empresas já classificadas nos segmentos especiais do mercado brasileiro (em certos casos específicos, até mesmo algumas empresas que antes não estavam listadas, mas que aderiram a determinado segmento especial no período) buscam manter seus padrões de governança corporativa ou mesmo se submeter voluntariamente a critérios e regras mais rígidas nesse sentido, como por exemplo, a adesão ao Novo Mercado. Deste modo, esses achados reforçam os argumentos apresentados por Gillan e Starks (2003) de que a governança corporativa tem recebido cada vez mais atenção por parte dos diversos agentes envolvidos no mercado de capitais, sobretudo a partir da década de 2000, após eventos relevantes a nível global que amplificaram as demandas por boas práticas de governança, tais como o caso Enron e a crise das *subprimes*.

Tendo em vista que as alterações nos segmentos de listagem das empresas estudadas foram todas para segmentos com maiores exigências de governança corporativa, os resultados observados (especialmente os indicados na Tabela 4 e na Tabela 5) dão a entender que os fundos mútuos de ações brasileiros aumentam o percentual investido nas empresas a partir do mês em que ocorre a alteração do segmento e nos dois meses subsequentes (relação positiva entre a alteração para segmento especial de listagem com critérios mais rígidos em termos de governança corporativa e o somatório do percentual investido pelos fundos na firma), ou seja, a melhora nos níveis de governança corporativa das empresas parece atrair investimentos por parte dos investidores institucionais. Esses resultados se mostraram consonantes com diversos estudos na literatura sobre o tema, como os trabalhos de Bushee e Noe (2000), Aggarwal *et al.* (2005), Li *et al.* (2006), Ferreira e Matos (2008), Wahab *et al.* (2008) e Chung e Zhang (2011).

Ao verificar a reação dos investidores institucionais às mudanças na classificação das empresas conforme o segmento de listagem, dividindo a amostra entre alterações para o Novo Mercado e para os demais segmentos especiais (Bovespa Mais, Nível 1 e Nível 2), os resultados mostraram que os investidores institucionais tendem a aumentar suas participações nas empresas que aderem-se ao Novo Mercado, enquanto que as evidências de alterações para os demais segmentos foram inconclusivas (Tabela 6 e Tabela 7). Deste modo, as mudanças para o segmento do Novo Mercado demonstraram ser mais relevantes para as decisões de alocação de ativos dos investidores institucionais. Isso pode ser explicado em função de o Novo Mercado ser o segmento com maiores exigências em termos de governança corporativa.

## **6. Considerações Finais**

Este trabalho teve como objetivo analisar a reação dos investidores institucionais às alterações na classificação das empresas abertas brasileiras conforme os segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira. Foram selecionadas todas as empresas que sofreram alguma alteração em seu segmento de listagem no período de janeiro de 2010 a dezembro de 2014, sendo a amostra final composta por 23 companhias. Para representar os investidores institucionais, foram considerados todos os fundos mútuos de ações brasileiros com dados disponíveis no período.

Ao analisar as composições das carteiras dos fundos com ações das empresas que tiveram alteração em seus respectivos segmentos de listagem no mês em que a mudança ocorreu e nos dois meses posteriores em comparação ao percentual alocado nessas empresas nos dois meses anteriores à alteração, os resultados indicaram que, a partir do momento em que as companhias mudam para um segmento de listagem com maiores exigências em termos de governança corporativa, os investidores institucionais tendem a aumentar os investimentos em ações dessas empresas. As análises de regressão indicaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis para a soma dos percentuais investidos pelos fundos nas empresas e a variável *dummy* para o mês de mudança no segmento de listagem e os dois meses posteriores.

Ademais, buscou-se verificar se esses resultados diferem conforme o segmento de listagem adotado. Deste modo, as empresas foram divididas em dois grupos, sendo um grupo para as empresas que tiveram mudanças no segmento de listagem para o Novo Mercado, considerado de maior exigência nas práticas de governança corporativa, e outro grupo para as empresas que alteraram sua classificação para outros segmentos (Bovespa Mais, Nível 1 e

Nível 2). Os resultados indicaram que, para o grupo de empresas que aderiram ao segmento Novo Mercado, a relação positiva entre o percentual investido pelos fundos e os meses a partir da data de alteração do segmento permaneceu, inclusive essa relação se mostrou mais significativa. Por sua vez, os resultados para as empresas que aderiram aos demais segmentos de listagem foram inconclusivos.

Diante desses resultados, espera-se que este trabalho contribua para a literatura ao fornecer novas perspectivas a respeito do efeito que os padrões de governança corporativa das empresas exercem na decisão de investimento dos investidores institucionais, sobretudo no mercado brasileiro, em que os estudos sobre governança, quando consideram investidores em sua análise, têm como foco principal os acionistas individuais ou minoritários. Além disso, de modo geral, as pesquisas em governança corporativa, mesmo internacionais, que contemplam os investidores institucionais, buscam verificar como tais investidores interferem ou podem exercer mudanças nos padrões de governança corporativa das empresas, assim, este trabalho também fornece uma visão complementar para essa discussão, uma vez que aborda uma perspectiva bastante distinta, isto é, como os padrões de governança corporativa afetam as decisões de alocação de ativos dos investidores institucionais.

## Referências

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), pp. 154-181. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.10.018
- Aggarwal, R., Klapper, L., & Wysocki, P. D. (2005). Portfolio preferences of foreign institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, 29(12), pp. 2919-2946. doi: 10.1016/j.jbankfin.2004.09.008
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. *The Journal of Finance*, 63(4), pp. 1729-1775. doi: 10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, 38(1), pp. 171-202. doi: 10.2307/2672914
- Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2014). Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), pp. 123-149. doi: 10.2308/jmar-50550

- Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate Governance and Institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), pp. 247-273. doi: 10.1017/S0022109010000682
- Doige, C., Dyck, A., Mahmudi, H., & Virami, A. (2015). Can Institutional Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action. *Working Paper, University of Toronto*.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp. 499-533. doi: 10.1016/j.jfineco.2007.07.003
- Ferri, M. D., & Soares, R. O. (2009). Investidores Institucionais e o Foco no Curto Prazo: um Estudo nas Empresas Negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista e Revista*, 20(4), pp. 15-30.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), pp. 4-22.
- Ingle, C. B., & Van Der Walt, N. T. (2004). Corporate Governance, Institutional Investors and Conflicts of Interest. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), pp. 534-551. doi: 10.1111/j.1467-8683.2004.00392.x
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(2), pp. 3-27. doi: 10.1016/S0304-405X(00)00065-9
- Li, D., Moshirian, F., Pham, P. K., & Zein, J. (2006). When Financial Institutions Are Large Shareholders: The Role of Macro Corporate Governance Environments. *The Journal of Finance*, 61(6), pp. 2975-3007. doi: 10.1111/j.1540-6261.2006.01009.x
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, 71(6), pp. 2905-2932. doi: 10.1111/jofi.12393
- Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2009). Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo mercado, nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, 7 (1), pp. 107-136.
- Wahab, E. A., How, J., & Verhoeven, P. (2008). Corporate Governance and Institutional Investors: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management of Journal of Accounting and Finance*, 4(2), pp. 67-90.