

# Reação dos Fundos de Ações às Alterações nos Níveis de Governança Corporativa

## Mutual Funds Reaction to Changes in Corporate Governance Levels

*Dermeval Martins Borges Júnior*<sup>1</sup>

### Resumo

O objetivo deste trabalho consiste em analisar a reação dos fundos de ações às alterações na classificação das empresas abertas brasileiras conforme os segmentos especiais de listagem da bolsa de valores do Brasil. Para isso, foram selecionadas todas as empresas abertas que sofreram alguma alteração em seu segmento de listagem no período de janeiro de 2010 a novembro de 2018, sendo a amostra final composta por 34 companhias. Quanto aos fundos de investimento, foram considerados todos os fundos de ações com dados disponíveis no período. Os resultados indicam 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 fundos de ações aparentam aumentar os investimentos em ações dessas empresas. Esta pesquisa contribui ao fornecer evidências do efeito que os padrões de governança corporativa das empresas exercem na decisão de investimento dos fundos de ações. Quanto às limitações, este estudo está sujeito à amostra de 34 empresas que tiveram alguma alteração nos segmentos de listagem e o uso de somente da categoria de fundos de ações.

**Palavras-Chave:** Governança Corporativa. Fundos de Ações. Decisões de Investimento.

### Abstract

The aim of this study is to analyze the reaction of equity mutual funds 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 November 2018; the final sample consisted of 34 firms. Regarding mutual funds, we considered all equity 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. This research contributes by providing evidence of the effect that corporate governance standards have on investment decisions of equity mutual funds. As for the limitations, this study is subject to the sample of 34 companies that had some change in the listing segments and the use of only the equity mutual funds category.

**Keywords:** Corporate Governance. Institutional Investors. Investment Decisions.

\* \* \*

---

<sup>1</sup> Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia – UFU, Brasil. ORCID <https://orcid.org/0000-0003-2279-449X>. E-mail: [dermevaljr14@hotmail.com](mailto:dermevaljr14@hotmail.com)

## 1 Introdução

A governança corporativa pode ser vista como o ponto central em termos de gestão de negócios no século XXI (Tricker, 2015). Praticamente todas as economias, sejam desenvolvidas ou em desenvolvimento, estabeleceram códigos gerais de governança corporativa ou promulgaram novas leis empresariais nesse sentido, como aconteceu nos Estados Unidos com a promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley* (Tricker, 2015). Além disso, a crise financeira global iniciada em 2007 aqueceu ainda mais as discussões a respeito da importância das práticas e políticas de governança corporativa, tendo em vista que as principais causas para a crise das hipotecas *subprime* foram atribuídas a fatores como assimetria informacional e incentivos desalinhados associados à desintermediação financeira por meio da securitização, os quais aumentaram o volume de empréstimos concedidos com elevado risco de inadimplência (Bicksler, 2008).

Segundo Jensen e Meckling (1976), quando uma ou mais pessoas (principal) delegam a um terceiro (agente) seu poder de decisão, considerando que ambos buscam a maximização de suas utilidades, é esperado que nem sempre o agente aja em consonância aos interesses do principal, originando assim conflitos de interesse entre as partes. Nesse contexto, de acordo com Gillan e Starks (2003), a necessidade de governança corporativa cresce a partir do surgimento desses conflitos de interesse entre os *stakeholders* de uma empresa, comumente referidos como problemas de agência. Tricker (2015) ressalta que os problemas de agência transformaram-se no principal desafio no funcionamento e regulação das empresas modernas atualmente.

De maneira geral, 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* (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). Essa expropriação pode se dar de diversas maneiras e, usualmente, envolvem a apropriação dos lucros ou dos

ativos da firma (La Porta et al., 2000). Diante disso, 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 et al., 2000).

Dentre os participantes do mercado, inclusive no mercado de capitais brasileiro, estão os investidores institucionais. Os investidores institucionais podem ser definidos como instituições que detêm elevado volume de recursos, os quais são destinados à reserva de risco ou à renda patrimonial, bem como ao investimento nos mercados de capitais (Ferri & Soares, 2009). Exemplos de investidores institucionais citados por Ferri e Soares (2009) são os fundos de investimentos, as empresas seguradoras, as fundações e os bancos de investimento. Milani e Ceretta (2013) destacam que uma das mais importantes formas de captação e aplicação de recursos refere-se à indústria de fundos de investimento, sendo que, no contexto brasileiro, o crescimento do mercado de fundos intensificou-se a partir da década de 90. Em 1972, existiam apenas 88 fundos de investimento, ao passo que em 1994 o número foi de 896, atingindo 4.649 em 2009 (Milani & Ceretta, 2013).

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 firmas. Doige, Dyck, Mahmudi e Virami (2015) mostraram que os investidores institucionais, por meio de atos coletivos estabelecidos em uma organização formal, conseguem intervir profundamente em três aspectos da governança corporativa nas companhias nas quais investem, 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 corporativas, conseguem disciplinar os gestores e trazer benefícios em termos de governança através da intervenção direta na firma 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 firmas e seus *stakeholders*, sobretudo sua relação com os investidores institucionais, dentre os quais destacam-se os fundos de investimento, supõe-se que melhorias nos níveis de classificação relacionados à governança corporativa contenham conteúdo informacional que é absorvido pelos fundos e utilizado para decisões de alocação de ativos financeiros em suas carteiras. Li, Patel e Ramani (2021) argumentam que os fundos de investimento, especialmente os fundos mútuos com gestão ativa, em razão da variabilidade de objetivos de investimento com horizontes temporais e opiniões distintas, influenciam as decisões corporativas (e.g. atividades socioambientais) a partir de suas escolhas na alocação de recursos. Em complemento, Belinfanti (2008) afirma que compreender como os fundos mútuos afetam a firma é fundamental para o entendimento de mecanismos de governança corporativa, como por exemplo os direitos dos acionistas.

As respostas dos fundos de investimento às alterações nos níveis de governança corporativa ainda merecem maior atenção por parte da literatura, uma vez que evidências acerca da influência de melhorias nos níveis de classificação das firmas, em termos de governança corporativa, nas decisões de alocação de recursos dos fundos de investimento são inexistentes no mercado brasileiro. Essa lacuna motivou a realização deste estudo, que é norteado pela seguinte questão de pesquisa: Qual a reação dos fundos de ações às alterações nos níveis de governança corporativa das companhias brasileiras de capital aberto? Diante deste questionamento, o objetivo geral deste trabalho consiste em analisar a reação dos fundos de ações às

alterações na classificação das companhias abertas brasileiras nos 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 fundos de ações 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. Ivanova (2017) afirma que a literatura sobre investidores institucionais tem como foco seu papel no monitoramento das firmas em que investem. Deste modo, este trabalho avança ao propor uma visão complementar à 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 decisões de investimento dos fundos de ações.

Ademais, o Brasil é um caso interessante a ser estudado, uma vez que a economia passou por grandes mudanças nas décadas recentes, tornando o país mais atrativo para as empresas levantarem capital, estimulando assim o desenvolvimento de boas práticas de governança. Essas mudanças na economia brasileira, no período pós Plano Real, incluem intenso crescimento econômico, obtenção de estabilidade macroeconômica, graus de investimento favoráveis para o governo e companhias privadas, internacionalização de empresas nacionais, grande volume de aberturas de capital na bolsa, restauração do mercado de capitais com ascensão do Novo Mercado, e crescimento dos investidores institucionais (Black, Carvalho & Sampaio, 2014).

O restante deste artigo está organizado da seguinte maneira. Na segunda seção é apresentada uma breve fundamentação teórica, na qual discute-se aspectos relacionados à governança corporativa, sua relação com os investidores institucionais, tais como os fundos de investimento, bem como resultados de estudos correlatos anteriores. A terceira seção é

composta pela metodologia, na qual estão descritas a amostra, as variáveis analisadas e os modelos estimados. Na quarta seção são indicados os resultados encontrados e suas implicações. Por fim, as considerações finais deste trabalho estão expostas na quinta seção.

## 2 Fundamentação Teórica

### 2.1 Governança Corporativa

A governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos, sejam eles institucionais ou baseados no mercado, que induzem os administradores de uma companhia, os quais determinam como a firma irá operar, a tomarem decisões que maximizem o valor da mesma e de seus proprietários, i.e. os fornecedores do capital (Denis & McConell, 2003). Adicionalmente, Tricker (2015) afirma que, em termos gerais, a governança corporativa diz respeito à forma com que o poder é exercido nas organizações, cobrindo as atividades do conselho de administração e sua relação com acionistas, membros e com aqueles que administram a empresa, bem como com auditores externos, reguladores e outros *stakeholders*.

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006) definem governança corporativa como um conjunto de políticas e práticas voltadas para vários objetivos, dentre os quais destacam-se a maior visibilidade e transparência referentes às decisões corporativas, com o intuito de minimizar os eventuais conflitos de interesses entre os diversos agentes da firma. Para Bertucci, Bernardes e Brandão (2006) as empresas têm interesse em manter padrões elevados de governança corporativa, pois a governança afeta a credibilidade e crescimento da companhia, bem como aumenta seu valor de mercado e o retorno do acionista.

Outra forma de se pensar a governança corporativa é por meio da proteção legal aos acionistas. Quando os acionistas financiam as empresas, eles obtêm certos direitos ou poderes, alguns destes incluem *disclosure* e regras contábeis padronizadas, as quais permitem que tenham acesso às informações relevantes, recebimento de dividendos, participação e voto nas

assembleias, convocação de reuniões extraordinárias, entre outros (La Porta et al., 2000). Esses direitos são, geralmente, protegidos por meio da aplicação de leis e regulamentos, de modo que quanto maior a proteção ao investidor, mais eficaz a governança corporativa (La Porta et al., 2000).

Um dos motivos que leva os investidores a alocarem seus recursos nas empresas é justamente o fato de receberem direitos de controle em troca do investimento, de modo que caso os gestores das empresas violem termos do contrato, os investidores podem acionar a justiça para garantirem seus direitos, ou seja, são protegidos legalmente contra eventuais expropriações por parte dos administradores das firmas (Shleifer & Vishny, 1997). Apesar disso, existem muitas diferenças na natureza das obrigações legais que as empresas possuem frente a seus investidores e na forma com que os tribunais de justiça interpretam e asseguram tais obrigações conforme os diversos países (Shleifer & Vishny, 1997).

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que quando a proteção legal por si só não oferece direitos de controle suficientes aos investidores, estes podem obter direitos de controle efetivos ao se tornarem grandes. Isso ocorre, pois quando os direitos estão concentrados nas mãos de um pequeno número de investidores com grande participação no fluxo de caixa, decisões de mútuo acordo são mais fáceis de serem alcançadas do que se os direitos de controle, como o voto, estivessem dispersos (Shleifer & Vishny, 1997). Nesse sentido, grandes investidores institucionais são instigados a assumirem papel relevante no monitoramento e reforço de práticas de governança, influenciando as empresas em que investem.

Ingley e Walt (2004) apontam 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 detém 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 (Ingley & Walt, 2004). 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).

## *2.2 Investidores Institucionais e Governança Corporativa*

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 (Gillan & Starks, 2003). Apesar disso, se esses investidores irão ou não exercer tal monitoramento, isso dependerá das restrições as quais estão sujeitos, seus objetivos e suas preferências por liquidez, fatores estes que variam conforme o país, provocando assim diferenças na influência dos investidores institucionais sobre as práticas de governança corporativa (Gillan & Starks, 2003). De modo geral, espera-se que os investidores institucionais aumentem a liquidez, volatilidade e informatividade dos preços nos mercados em que atuam, resultando em melhor monitoramento das empresas e, conseqüentemente, melhor governança corporativa. (Gillan & Starks, 2003).

O monitoramento por parte dos investidores institucionais pode também implicar em maior valor da firma. Karpavicius e Yu (2017) argumentam, com base na teoria da agência, que os gestores que possuem fluxos de caixa disponíveis estão mais propensos a aplicá-los em projetos com valor presente líquido negativo. Nesse tipo de situação, os dividendos e as dívidas configuram-se como mecanismos que inibem os problemas de agência decorrentes do excesso de fluxo de caixa, uma vez que o pagamento de dividendos e juros da dívida reduzem a disponibilidade de caixa dos gestores. O problema é que os dividendos e as dívidas representam um custo para a firma e reduzem sua flexibilidade financeira, gerando reflexos negativos no valor de mercado. Em função disso, Karpavicius e Yu (2017)

afirmam que o monitoramento dos investidores institucionais pode substituir mecanismos onerosos de controle dos custos de agência e, portanto, aumentar o valor da firma.

Os fundos de investimento caracterizam um dos exemplos de monitoramento da firma pelos investidores institucionais. Punsuvo, Kayo e Barros (2007) definem a governança corporativa como um conjunto de mecanismos que visam aumentar a confiança na relação entre fundos de investimento e as firmas nos quais investem. Zhu (2021) afirma que é crescente o ativismo por parte dos fundos de *hedge*, no sentido em que os fundos adquirem participações em firmas com o intuito de pressionar mudanças em determinadas políticas corporativas, inclusive em mecanismos de governança corporativa. He, Huang e Zhao (2019) complementam que os mecanismos de mercado, tal qual a participação institucional, são importantes para minimizar ineficiências provenientes de externalidades da governança. No contexto dos fundos de investimento, Punsuvo, Kayo e Barros (2007) definem a governança corporativa como um conjunto de mecanismos que visam aumentar a confiança na relação entre fundos de investimento e as firmas nos quais investem.

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 nas firmas em que investem.

Os investidores institucionais são especialmente importantes em mercados onde a proteção legal aos acionistas é frágil, em função da sua capacidade de monitoramento. Wang, Ashton e Jaafar (2019) forneceram

evidências de que os investimentos de fundos mútuos estão relacionados a menores incidências de fraudes contábeis e a maior probabilidade de detectá-las. Deste modo, os acionistas minoritários, mesmo em ambientes de fraca proteção legal, conseguiriam se proteger de comportamentos oportunistas e expropriação de sua riqueza por parte dos gestores das firmas em que investem por meio das atividades de monitoramento dos investidores institucionais (Fatima, Mortimer & Bilal, 2019).

Contudo, Carleton, Nelson e Weisbach (1998) afirmam que o processo pelo qual as empresas e investidores institucionais interagem é mais complexo do que supostamente se imagina. Se determinada instituição está preocupada com algum assunto que é de seu interesse na firma em que investe, normalmente, irá contatar a empresa de modo privado para obter esclarecimentos e, dependendo da resposta da empresa, irá decidir sobre o que fazer (Carleton, Nelson & Weisbach, 1998). A abordagem tradicional dos administradores de portfólio quando sentem que alguma empresa é gerida de modo indevido ou não atende às suas solicitações é seguir a Regra de *Wall Street*, isto é, vender as ações dessa empresa em vez de encorajar mudanças em suas políticas (Carleton, Nelson & Weisbach, 1998).

Com base nesses argumentos, supõe-se neste estudo que os fundos de ações aloquem seus recursos em companhias com níveis elevados de governança corporativa em vez de requerer que as firmas em que investem se adequem às suas necessidades em termo de governança. A seção seguinte aprofunda as discussões aqui apresentadas a partir dos resultados observados em estudos correlatos anteriores.

### *2.3 Estudos Correlatos Anteriores*

Admati e Pfleiderer (2009) examinaram se grandes acionistas conseguiriam minimizar os conflitos de interesse entre gestores e acionistas ao ameaçar vender suas participações na firma. Para isso, foi estimado um modelo no qual os incentivos dos gestores estiveram desalinhados aos dos acionistas, sendo que os grandes investidores detinham informações

privilegiadas a respeito da atuação dos gestores, bem como sobre as consequências das mesmas para o valor da firma, de modo que, a partir dessas informações, venderiam então seus títulos. Os resultados de Admati e Pfleiderer (2009) mostraram que a ameaça dos grandes acionistas de vender suas posições com base em informações privadas constitui um mecanismo que disciplina e alinha as decisões do agente aos interesses do principal, reduzindo assim os custos de agência.

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.

No contexto dos fundos de investimento, foco desta pesquisa, Duan e Jiao (2016) analisaram as escolhas das 100 maiores famílias de fundos mútuos norte-americanos no que se refere à venda de suas participações ou a influência direta nas decisões corporativas. Os resultados mostraram que ambas as decisões (venda das ações ou intervenção direta) são utilizadas pelos fundos mútuos como mecanismos de governança, sendo empregadas em situações em que as sugestões e propostas dos gestores da firma divergem das concepções e interesses dos investidores institucionais. As características dos fundos e das firmas também demonstraram afetar as decisões a serem tomadas (Duan & Jiao, 2016). Por exemplo, os fundos com investimentos focados no curto prazo tendem a vender suas participações em vez de tentar influenciar diretamente as decisões corporativas.

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. Bushee, Carter e Gerakos (2014) 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 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, 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, Ferreira e Matos (2008) 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. Li, Moshirian, Pham e Zein (2006) observaram 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.

Bushee e Noe (2000) indicaram achados 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, Bushee e Noe (2000) verificaram 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, observou-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.

Além da transparência, princípio de governança corporativa relacionado ao *disclosure*, outros mecanismos de governança também influenciam a participação acionária de investidores institucionais nas firmas. Lu e Li (2019) mostraram que a participação acionária dos executivos e diretores está positivamente relacionada com a propriedade dos investidores institucionais. Não obstante, Lu e Li (2019) ainda evidenciaram

que pode haver diferenças entre o comportamento dos investidores institucionais domésticos e estrangeiros quanto aos mecanismos de governança. No caso das firmas de não-eletrônicos de Taiwan, as quais são majoritariamente de propriedade familiar, Lu e Li (2019) observaram que os investidores institucionais estrangeiros com participação nessas empresas estão mais preocupados com a dualidade do CEO do que os investidores institucionais domésticos.

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. 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. Dentre os resultados obtidos por Aggarwal, Klapper e Wysocki (2005), verificou-se 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 Metodologia

### 3.1 Amostra

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, com dados até maio de 2019. 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 dos fundos de investimento 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 fundos de investimento. Assim sendo, para representá-los foram selecionados todos os fundos mútuos de ações brasileiros com dados disponibilizados até janeiro de 2019. 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, foi escolhido o período compreendido entre janeiro de 2010 e novembro de 2018. A data inicial 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 no momento da coleta dos dados.

Cabe mencionar que, como os procedimentos metodológicos adotados 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, 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. Também em razão disso, os dados para a composição das carteiras dos fundos foram acessados até janeiro de 2019, ou seja, dois meses após novembro de 2018, considerado como período final para as alterações nos segmentos de listagem das firmas.

A amostra final de empresas que sofreram alguma alteração na classificação nos segmentos de listagem especiais da bolsa de valores do Brasil durante o período amostral foi de 34 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), tendo periodicidade mensal. Os dados referentes à composição das carteiras dos fundos foram levantados por meio da base Economatica, sendo que informações complementares a respeito dos fundos foram obtidas do Sistema de Informações da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (SI-ANBIMA).

### 3.2 *Variáveis*

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) *lnaloc*: 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  $\ln(aloc + 1)$ ;

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. Por exemplo, se determinada firma alterou seu segmento de listagem no mês 5, então as observações referentes aos meses 5, 6 e 7 receberam valor 1, enquanto que os meses 3 e 4 valor 0;

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. Por exemplo, se determinada firma alterou seu segmento de listagem do Nível 2 para o Novo Mercado, o valor recebido foi 1, e 0 nos demais casos;

v) *lnat*: logaritmo natural do ativo total da empresa no ano anterior. Cabe mencionar que para um caso, houve ausência do ativo total da empresa no ano anterior, sendo utilizado, somente neste caso, o ativo total no mesmo ano;

vi) *roa*: índice de retorno sobre o ativo da empresa no ano anterior. Como houve ausência do retorno sobre o ativo de uma empresa no ano anterior, foi utilizado, em apenas um caso, o retorno sobre o ativo no mesmo ano.

A Tabela 1 apresenta um resumo das variáveis desta pesquisa.

**Tabela 1.** Descrição das variáveis da pesquisa

Painel A: Variáveis dependentes		
Notação	Mensuração	Fonte
<i>aloc</i>	Somatório do percentual investido por todos os fundos em determinada ação no mês <i>t</i> .	SI-ANBIMA e Economatica
<i>lnaloc</i>	Logaritmo natural da variável <i>aloc</i> , sendo adicionado o número 1 à fórmula em razão da presença de valores 0 para a variável <i>aloc</i> , assim, a medida para esta variável foi $\ln(aloc + 1)$ .	SI-ANBIMA e Economatica
Painel B: Variáveis independentes de interesse		
Notação	Mensuração	Fonte
alteração	Variável <i>dummy</i> 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.	SI-ANBIMA e Economatica
NM	Variável <i>dummy</i> 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.	Bolsa de Valores do Brasil
Painel C: Variáveis de controle		
Notação	Mensuração	Fonte
<i>lnat</i>	Logaritmo natural do ativo total da empresa no ano anterior. Em um caso foi utilizado o ativo total do mesmo ano, em razão de valor faltante na base de dados.	Economatica
<i>roa</i>	Índice de retorno sobre o ativo da empresa no ano anterior. Em um caso foi utilizado o ativo total do mesmo ano, em razão de valor faltante na base de dados.	Economatica

Fonte: Elaborada pelo autor.

### 3.3 Procedimentos de Análise

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 modelos de regressão linear, estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Vale ressaltar que não foram consideradas variáveis para as características das firmas tendo em vista o curto período de tempo estudado, uma vez que essas características tendem a não variar de um mês para outro. Os modelos econométricos estimados são dados pela seguinte expressão genérica:

$$Alocação_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Alteração no segmento de listagem} + \gamma \text{Controle} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que: *Alocação* refere-se aos percentuais de alocação dos fundos em ações das empresas da amostra; *Alocação no segmento de listagem* refere-se à variável *dummy* para o mês de mudança no segmento de listagem e os dois meses anteriores e subsequentes; *Controle* diz respeito às variáveis de controle;  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  e  $\gamma$  correspondem aos coeficientes da constante, variável independente de interesse e variáveis de controle;  $\varepsilon$  é o erro do modelo.

## 4 Resultados

O objetivo deste trabalho refere-se à análise da reação dos fundos de investimento em ações às alterações na classificação das empresas abertas brasileiras nos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores do Brasil. Assim sendo, foram verificadas, no período compreendido entre janeiro de 2010 a novembro de 2018, as mudanças nos segmentos de listagem para uma amostra de 34 empresas, as quais atenderam aos critérios metodológicos estabelecidos. A Tabela 2 indica os segmentos de listagem e a quantidade de empresas pertencentes a cada nível.

Conforme a Tabela 2, das 34 mudanças nos segmentos de listagem das empresas observadas, a maioria delas (17 empresas) teve como destinação o Novo Mercado, o qual é considerado o segmento de listagem

especial com maiores exigências em termos de governança corporativa. Para os outros segmentos especiais, foi verificado que 9 empresas se listaram no Nível 2, outras 7 empresas listaram-se no Nível 1, e apenas 1 empresa aderiu ao Bovespa Mais. 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, 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 requisitos de governança.

**Tabela 2.** Alterações nos segmentos de listagem observados

Alteração para os Segmentos de Listagem	Quantidade de Empresas
Bovespa Mais	1
Nível 1	7
Nível 2	9
Novo Mercado	17
Total	34

Fonte: Elaborada pelo Autor.

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), Bicksler (2008) e Tricker (2015) 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*.

Na Tabela 3 estão expostas as estatísticas descritivas para as variáveis do estudo, a saber: percentuais de alocação dos fundos em ações das empresas (*aloc*), logaritmo natural desse percentual (*lnaloc*), logaritmo natural do ativo total (*lnat*) e retorno sobre o ativo (*roa*) das firmas da amostra.

**Tabela 3.** Estatísticas descritivas para as variáveis do estudo

Variável	n	Média	Desv. Pad.	Mín.	Máx.
<i>aloc</i>	170	481,194	968,710	0,000	5907,954
<i>lnaloc</i>	170	4,523	2,382	0,000	8,684
<i>lnat</i>	170	22,257	2,056	15,935	27,447
<i>roa</i>	170	0,149	31,752	-169,789	47,254

Fonte: Resultados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 3 que a quantidade total de observações para cada uma das variáveis foi de 170, pois foram obtidos dados para 34 empresas em cinco períodos distintos. Percebe-se que, em média, a soma do percentual de alocação dos fundos em ações das empresas da amostra corresponde a 481,19% por mês, ou média de 4,523 na escala logarítmica. Quanto às variáveis para as características das firmas, o logaritmo natural do ativo total teve média de 22,26 e a rentabilidade média foi 14,9%.

Como forma de indicar informações adicionais para as variáveis referentes aos percentuais de alocação dos fundos, a Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas detalhadas por período de alocação (dois meses anteriores e posteriores, bem como no mês em que ocorreu a mudança no segmento especial de listagem). A variável *aloc* representa o 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. Por sua vez, a variável *lnaloc* representa o logaritmo natural da variável *aloc*.

**Tabela 4.** Estatísticas descritivas para as variáveis de alocação dos fundos

Mês	Observações	Média	Desv. Pad.	Mín.	Máx.
variável: aloc					
-2	34	454,188	1.020,481	0,000	5.435,630
-1	34	467,927	1.095,489	0,000	5.907,950
0	34	505,550	934,430	0,000	4.538,070
1	34	487,077	897,829	0,000	4.530,990
2	34	491,228	939,854	0,000	4.742,920
variável: lnaloc					
-2	34	4,020	2,660	0,000	8,601
-1	34	4,018	2,702	0,000	8,684
0	34	4,903	2,150	0,000	8,420
1	34	4,864	2,128	0,000	8,419
2	34	4,810	2,159	0,000	8,465

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme a Tabela 4, 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 467,93% no primeiro mês antecedente e de 454,19% no segundo mês antecedente frente a 505,55% 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 um pouco menor ao verificado no mês de alteração de segmento (mês 0), sendo de 487,08% no primeiro mês posterior e de 491,23% no segundo mês após a mudança de segmento.

Ainda segundo a Tabela 4, 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 nos dois meses posteriores ao mês de alteração das empresas nos

segmentos de listagem (mês 1 e mês 2), sendo 5.435,63% e 5.907,950%, respectivamente. O comportamento dos valores para o desvio padrão se mostrou similar ao observado nos valores máximos.

A Tabela 5 contém os resultados para a análise de regressão que envolve todas as alterações das empresas nos segmentos de listagem para os cinco meses de análise, resultando em 170 observações. A variável dependente para os modelos de regressão foi a de notação *lnaloc*, que representa o logaritmo natural da soma dos percentuais de alocação dos fundos nas empresas. A variável independente foi uma variável *dummy* (*alteração*) que recebe valor 1 para o mês de mudança no segmento de listagem de determinada empresa ou nos dois meses posteriores a essa alteração, e 0 para os dois meses anteriores à alteração. Os modelos foram controlados pelo tamanho (*lnat*) e rentabilidade (*roa*).

**Tabela 5.** Análise de regressão considerando todas as empresas

Inaloc	Coef.	Erros-padrão robustos	t	P>t	[Interval. Conf. 95%]	
alteração	0,840	0,296	2,840	0,005	0,257	1,424
lnat	0,782	0,081	9,700	0,000	0,623	0,941
roa	-0,029	0,005	-5,540	0,000	-0,039	-0,019
constante	-13,387	1,809	-7,400	0,000	-16,958	-9,816
Observações	170					
R <sup>2</sup>	38,33%					
R <sup>2</sup> Ajustado	37,21%					

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme os resultados indicados na Tabela 5, percebe-se que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% 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 fundos de ações

tendem a aumentar o percentual de alocação de suas carteiras em ações dessas empresas a partir do momento em que essa mudança acontece.

Adicionalmente, buscou-se verificar se os fundos de ações 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).

A divisão das empresas conforme a alteração no segmento de listagem com uma categorização específica para o Novo Mercado é fundamentada tendo em vista que, de acordo com Procianoy e Verdi (2009), esse segmento apresenta maior preocupação com os níveis de governança corporativa, inclusive exigindo que o capital social da companhia seja composto apenas por ações ordinárias. Diante disso, a categoria com as empresas que tiveram alteração no segmento de listagem para o Novo Mercado ( $NM=1$ ) teve 85 observações e a categoria com as mudanças de listagem para os demais segmentos ( $NM=0$ ) também teve 85 observações. A Tabela 6 apresenta as análises de regressão levando em consideração essa categorização.

Percebe-se na Tabela 6 que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% 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 fundos de ações 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 6.** Análise de regressão considerando as empresas por grupos

LnaLoc	Coef.	Erros-padrão robustos	t	P>t	[Interval. Conf. 95%]	
NM = 0						
alteração	0,303	0,380	0,800	0,428	-0,454	1,060
Lnat	0,949	0,081	11,670	0,000	0,787	1,110
Roa	-0,036	0,005	-7,590	0,000	-0,046	-0,027
constante	-16,741	1,925	-8,700	0,000	-20,571	-12,911
Observações	85					
R <sup>2</sup>	56,04%					
R <sup>2</sup> Ajustado	54,41%					
NM = 1						
alteração	1,378	0,383	3,600	0,001	0,615	2,140
Lnat	0,371	0,091	4,070	0,000	0,190	0,552
Roa	0,267	0,042	6,300	0,000	0,183	0,352
constante	-5,012	1,921	-2,610	0,011	-8,834	-1,190
Observações	85					
R <sup>2</sup>	52,88%					
R <sup>2</sup> Ajustado	51,44%					

Fonte: Resultados da pesquisa.

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 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). Isso significa que a melhora nos níveis de governança corporativa das empresas parece atrair investimentos por parte dos fundos de ações. 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).

Esses achados, além de ampliar a discussão sobre o tema, com foco no mercado brasileiro, e corroborar estudos anteriores que já haviam apresentado resultados contundentes a respeito da relação entre os investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das firmas, trazem duas contribuições importantes. Primeiro, as evidências indicaram que, de fato, os fundos de investimento em ações são sensíveis aos padrões de governança corporativa das firmas, de modo que, a despeito de uma postura ativa destes em influenciar diretamente as práticas de governança, os fundos podem, simplesmente, optar por adquirir ações das companhias que já possuem bons padrões de governança corporativa, conforme sugere Bushee, Carter e Gerakos (2014). Em segundo lugar, os resultados evidenciaram a relevância dos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira, uma vez que, a partir das observações desta pesquisa, os fundos de ações parecem considerar o conteúdo informacional proveniente da classificação das empresas nesses segmentos para suas decisões de investimento.

Ao verificar a reação dos fundos de ações 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 fundos de ações 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. Deste modo, as mudanças para o segmento do Novo Mercado demonstraram ser mais relevantes para as decisões de alocação de ativos dos fundos de investimento. Isso pode ser explicado em função de o Novo Mercado ser o segmento com maiores exigências em termos de governança corporativa (Procianoy & Verdi, 2009).

## 5 Considerações Finais

Este trabalho teve como objetivo analisar a reação dos fundos de investimento 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 novembro de 2018, sendo a amostra final composta por 34 companhias. Para representar os fundos de investimento, 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 fundos de ações tendem a aumentar os investimentos em ações dessas empresas. As análises de regressão indicaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a variável 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. 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 fundos de ações, sobretudo no mercado brasileiro, em que os estudos sobre governança, quando consideram investidores em sua análise, têm como foco principal os acionistas individuais. Além disso, de modo geral, as pesquisas em governança corporativa 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, discute como os padrões de governança corporativa afetam as decisões de alocação de ativos dos fundos de ações.

No que se refere às limitações do estudo, tem-se que a amostra final contou apenas com 34 empresas que tiveram alguma alteração nos segmentos de listagem, isso porque determinadas operações, como por exemplo, IPOs, não forneciam dados anteriores ao momento de adesão em determinado segmento de listagem, impossibilitando a comparação dos percentuais investidos pelos fundos nos meses anteriores e posteriores à mudança de segmento. Outra limitação consiste na utilização apenas dos fundos de ações como investidores institucionais, mesmo essa escolha ter sido fundamentada na literatura a partir do estudo de Li et al. (2006), sabe-se que os investidores institucionais compreendem muitas outras entidades além dos fundos de investimento, como bancos, seguradoras, fundos de pensão, e diversas outras pessoas jurídicas que investem no mercado financeiro. Por fim, em razão do baixo número de alterações de segmentos de listagem no período avaliado, foram incluídos os segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, os quais, diferentemente do segmento Novo Mercado, tem como objetivo a incorporação de pequenas e médias empresas que

buscam a abertura de capital de modo gradativo, e não a melhoria de práticas de governança corporativa, caracterizando assim uma limitação da amostra.

Para estudos futuros, sugere-se considerar outros fatores que representem conteúdo informacional em termos de governança corporativa e que possam influenciar as decisões dos investidores institucionais, talvez até mesmo utilizar variáveis para diferentes dimensões de governança, como estrutura de propriedade e controle, proteção aos acionistas minoritários, compensação dos gestores, transparência, composição do conselho de administração, entre outras, e verificar como os investidores reagem a cada um desses elementos. Ademais, recomenda-se avaliar o percentual investido por cada fundo, individualmente, nas empresas que apresentaram alguma alteração no segmento especial de listagem, a fim de aprofundar as evidências encontradas, uma vez que nesta pesquisa considerou-se uma medida agregada.

## Referências

Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. *The Review of Financial Studies*, 22(7), pp. 2645-2685. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp037>

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. <https://doi.org/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. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.09.008>

Belinfanti, T. C. (2008). The proxy advisory and corporate governance industry: The case for increased oversight and control. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 14(12), 384-439, 2008.

Bertucci, J. L. de O., Bernardes, P., & Brandão, M. M. (2006). Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração*, 41(2), 183-196.

<https://doi.org/10.1590/S0080-21072006000200006>

Bicksler, J. L. (2008). The subprime mortgage debacle and its linkages to corporate governance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 5(4), pp. 295-300. <https://doi.org/10.1057/jdg.2008.20>

Black, B. S., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20(1), pp. 176-195. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>

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. <https://doi.org/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. <https://doi.org/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. <https://doi.org/10.2308/jmar-50550>

Carleton, W. T., Nelson, J. M., & Weisbach, M. S. (1998). The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *The Journal of Finance*, 53(4), pp. 1335-1362. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00055>

Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate Governance and Institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), pp. 247-273. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000682>

Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 1-36. <https://doi.org/10.2307/4126762>

- Doige, C., Dyck, A., Mahmudi, H., & Virami, A. (2015). *Can Institutional Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action*. Working Paper, University of Toronto. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2635662>
- Duan, Y., & Jiao, Y. (2016). The Role of Mutual Funds in Corporate Governance: Evidence from Mutual Funds' Proxy Voting and Trading Behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(2), p. 489-513. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000181>
- Fatima, S., Mortimer, T., & Bilal. (2019). Corporate governance failures and the role of institutional investors in Pakistan: lessons to be learnt. *International Journal of Law and Management*, 60(2), pp. 571-585. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-10-2016-0096>
- 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. <https://doi.org/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. <https://doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- He, J. J., Huang, J., & Zhao, S. (2019). Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership. *Journal of Financial Economics*, 134(2), 400-418. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.07.019>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00392.x>
- Ivanova, M. (2017). Institutional investors as stewards of the corporation: Exploring the challenges to the monitoring hypothesis. *Business Ethics: A European Review*, 26(1), pp. 175-188. <https://doi.org/10.1111/beer.12142>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Karpavicius, S., & Yu, F. (2017). How institutional monitoring creates value: Evidence for the free cash flow hypothesis. *International Review of Economics and Finance*, 52(1), pp. 127-146. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.10.016>

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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/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. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01009.x>

Li, Z. F., Patel, S., & Ramani, S. (2021). The role of mutual funds in corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 174, 715-737. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04618-x>

Lu, S., & Li, Y. (2019). Effect of Corporate Governance on Institutional Investors' Preferences: An Empirical Investigation in Taiwan. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(32), pp. 1-21. <https://doi.org/10.3390/jrfm12010032>

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. <https://doi.org/10.1111/jofi.12393>

Milani, B., & Ceretta, P. S. (2013). Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 6(1), 119-137. <https://doi.org/10.5902/198346593607>

Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (s.d.). 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.

<https://doi.org/10.12660/rbfin.v7n1.2009.1429>

Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. D. C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Tricker, B. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices* (Vol. 3). Oxford University Press.

Wahab, E. A., How, J., & Verhoeven, P. (2008). Corporate Governance and Institutional Investors: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(2), pp. 67-90.

Wang, Y., Ashton, J. K., & Jaafar, A. (2019). Does mutual fund investment influence accounting fraud? *Emerging Markets Review*, 38(1), pp. 142-158. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.12.005>

Zhu, C. H. (2021). The preventive effect of hedge fund activism: investment, CEO compensation and payout policies. *International Journal of Managerial Finance*, 17(3), 401-415. <https://doi.org/10.1108/IJMF-04-2020-0181>

Recebido em 06.02.2021.  
Aprovado em 19.07.2021.