

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS E ECONOMIA

As Relações entre Governança e Risco nas Companhias Abertas Brasileiras

The Relationships Between Governance and Risk in Brazilian Companies

Las Relaciones entre Gestión y Riesgo en las Empresas Brasileñas de Capital Abierto

Valdir de Jesus Lameira¹

Recebido em 14 de dezembro de 2010 / Aprovado em 27 de março de 2012

Editor Responsável: João Maurício Gama Boaventura, Dr.

Processo de Avaliação: *Double Blind Review*

RESUMO

Nesta pesquisa procurou-se estimar a qualidade da governança praticada por uma amostra significativa de companhias abertas brasileiras, por meio de um índice composto por 20 perguntas de respostas binárias, no período entre 2002 e 2006, e estudar as possíveis relações entre esse índice e o risco das companhias abertas brasileiras. Confirmou-se a hipótese inicial de que melhores níveis de governança estão associados a menores riscos. Os resultados conseguidos por meio da aplicação do método das regressões lineares foram confirmados pelos resultados obtidos com o uso do método das equações estruturais, mesmo sendo observada a presença de endogeneidade nesse relacionamento. Desse modo, o artigo contribui para evidenciar de que modo a governança afeta o risco, que é uma variável que afeta diretamente o valor das empresas. Assim, aumenta-se a compressão das relações entre governança e valor. Desse modo, as empresas devem buscar a melhoria de suas práticas de governança para maximizar o valor de seus acionistas e aumentar sua competitividade na atração de recursos que viabilizem suas operações e diminuam o custo desse capital.

Palavras-chave: Governança. Risco. Companhias abertas. Regressões lineares. Equações estruturais.

ABSTRACT

This study evaluated the quality of governance practiced by a significant sample of publicly traded Brazilian companies between 2002 and 2006 and related it to their market risk. An index containing twenty questions with binary answers was used to measure governance quality. Market risk was measured by the betas, the volatility of the shares prices, the idiosyncratic risk and the weighted average cost of capital. The results obtained by the method of linear regressions were confirmed by the results obtained by structural equations. The original hypotheses that better levels of governance are associated with a lower risk were confirmed. The effects of possible endogeneity didn't prejudice the results obtained by linear regressions. The article contributes to show how governance affects risk, which is a variable that directly affects the value of companies. Thus, knowing that governance affects the risk increases the importance to improve governance practices in companies.

1 Doutor em Administração pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC/RJ. Pesquisador no Instituto Nacional de Engenharia de Sistemas e Computadores – INESC, Portugal. [vlameira@uol.com.br]
Endereço do autor: Rua Antero de Quental, 199 – Coimbra, Portugal 3000-033

Key words: Governance. Risk. Publicly traded companies. Linear Regressions. Structural equations.

RESUMEN

En esta investigación hemos intentado estimar la calidad de la gestión practicada por una muestra significativa de sociedades de capital abierto brasileñas, por medio de un índice formado por 20 preguntas de respuestas binarias, en el período entre 2002 y 2006, y estudiar las posibles relaciones entre ese índice y el riesgo de las sociedades de capital abierto brasileñas. Se ha confirmado la hipótesis inicial que los mejores niveles de gestión están asociados a menores riesgos. Los resultados logrados a través de la aplicación del método de regresión lineal han sido confirmados por los resultados obtenidos con la utilización del método de ecuaciones estructurales, incluso observándose la presencia de endogeneidad en esta relación. Así, el artículo contribuye para poner de relieve la forma como la gestión afecta el riesgo, que es una variable que afecta directamente el valor de las empresas. Así, se aumenta la comprensión de las relaciones entre gestión y valor. De esa forma, las empresas deben buscar mejorar sus prácticas de gestión para maximizar el valor de sus accionistas y aumentar la competitividad en la captación de recursos que permitan sus operaciones y disminuyan el coste de ese capital.

Palabras clave: Gestión. Riesgo. Sociedades de capital abierto. Regresiones lineales. Ecuaciones estructurales.

1 INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos anos, em meio ao processo de globalização dos mercados financeiros e de produtos, várias empresas brasileiras promoveram melhoria de suas práticas de governança, de modo a captarem recursos nos mercados de crédito e capitais internacionais. Uma das maneiras de essas empresas mostrarem-se aptas para receberem o aporte de recursos estrangeiros foi a promoção de programas de American Depositary

Receipts (ADR) níveis 2 ou 3 para negociação das ações da companhia no mercado de capitais estadunidense, ou o ingresso nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), incluindo entre estes o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Dessa forma, as companhias buscaram soluções para a melhoria da gestão organizacional de modo que os efeitos afetassem positivamente o risco da empresa percebido pelo mercado e possibilitassem, diretamente, a diminuição do custo de seu capital próprio e total e indiretamente o aumento do valor da companhia e o crescimento do retorno de suas ações.

Em um contexto econômico e financeiro, no qual as empresas buscam maior competitividade, é relevante que estendam suas ações no sentido de promoverem a melhoria de suas práticas de governança, de modo que seus custos de capital possam diminuir, e com isso sejam capazes de aumentar sua atratividade para os investidores, passando a captar recursos para seus projetos com menores custos de capital.

Nesse contexto, identificou-se a seguinte situação problema: como a adesão a melhores práticas de governança corporativa esteve relacionada aos riscos das companhias abertas brasileiras? Foi investigada, ainda, se existe endogeneidade entre as variáveis de governança e de risco.

A conceituação da qualidade de governança praticada pelas companhias e a criação de um indicador dessa variável foram objetivos intermediários a serem atingidos. Procurou-se, também, definir o conceito da variável risco e os indicadores associados a essa variável. Como indicadores da variável risco foram utilizados os betas das empresas, o custo médio ponderado de capital, o risco idiossincrático e a volatilidade do preço das ações. Tais indicadores foram relacionados com o índice de governança corporativa, mensurado a partir da coleta de respostas binárias para 20 perguntas. O índice, as perguntas incluídas e os critérios para pontuação encontram-se em anexo. O objetivo principal da pesquisa foi o de promover uma investigação a respeito de possíveis relações entre a qualidade da governança corporativa praticada pelas companhias abertas mais negociadas

na Bolsa de Valores de São Paulo, com os indicadores de risco dessas empresas.

Na segunda seção, foi desenvolvido um referencial teórico que suporta a construção do índice amplo de governança e a escolha dos indicadores de risco, de modo a estabelecer relações entre essas variáveis. Na terceira seção, apresentou-se a metodologia de pesquisa por meio da qual foi possível investigar as possíveis relações entre o índice de governança e o risco das companhias brasileiras. Na quarta seção, foi promovida uma análise dos resultados. Na quinta seção, evidenciaram-se as conclusões que a pesquisa proporcionou, relacionando alguns resultados obtidos com estudos precursores. Na última seção, foram apresentadas as referências utilizadas como fonte de pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança e risco

A relação entre qualidade da governança praticada e risco das empresas é, em geral, uma relação explorada secundariamente em estudos em que se procuram evidenciar as relações entre governança e valor, ou entre governança e maiores retornos de mercado das ações, ou ainda entre governança e melhores desempenhos de portfólios. Nesse sentido, este artigo investiga prioritariamente a relação entre governança e risco, tendo sido escolhidos diversos indicadores de risco, alguns dos quais que se relacionam com o custo do capital próprio (como os betas) ou *cost of equity*, e o custo do capital total (*weighted average cost of capital*), complementados, ainda, com o indicador de risco idiossincrático.

Em relação aos estudos envolvendo relações entre governança e indicadores de risco, foram incorporados a esta revisão os estudos que tenham explorados tais relações prioritariamente, ou secundariamente como subprodutos das relações entre governança e valor, governança e retornos das ações ou entre governança e retornos de portfólios. Assim, é interessante destacar aos trabalhos de Drobetz, Schillhofer e Zimmermann

(2003), Chen, Chen e Wei (2003) e Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), que se encontram em sintonia com a linha de pesquisa desse trabalho.

Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003) construíram um índice de governança para mensurar a qualidade de governança praticada pelas empresas da amostra investigada e estudaram o relacionamento desse índice com o custo de capital das empresas utilizando o método das regressões lineares múltiplas. Utilizaram como indicadores do custo de capital os retornos de mercado das ações das empresas, as *proxies dividend yield* (dividendo/preço) e a razão preço-lucro (p/l). Para verificar o quanto a governança se relacionou com os retornos de mercado, utilizaram como variável dependente a diferença entre os retornos das empresas de melhor e de pior governança; como variáveis independentes, o índice de governança, o prêmio de risco do mercado, a diferença de retornos entre as maiores e as menores empresas e a diferença de retornos entre as empresas de maior e menor *market-to-book values*, em conformidade com o modelo de três fatores de Fama e French (1993). Conseguiram bons resultados para a influência do índice de governança na diferença entre portfólios de melhor e pior governança. Em outro teste, verificaram quanto o beta das empresas e o indicador de governança explicavam o retorno das ações, também com bons resultados para o coeficiente relacionado ao índice de governança. Obtiveram bons resultados para o índice de governança ao utilizarem as *proxies – dividend yield* e a razão preço-lucro – como variáveis dependentes, controlando o risco e o crescimento do *dividend yield*, este por meio da taxa de crescimento *g* (segundo o modelo de Gordon). Todos os coeficientes do índice de governança nos testes tinham sinais alinhados com a expectativa inicial e possuíam significância estatística.

Chen, Chen e Wei (2003) identificaram que práticas de governança relacionadas, ou não, a *disclosure* estão negativamente relacionadas com o custo de capital. Observaram, contudo, que em mercados emergentes a diminuição do risco de expropriação dos minoritários é mais significativa para a redução do custo de capital do que a melhoria das práticas de *disclosure*.

Ashbaugh, Collins e Lafond (2004) relacionaram a qualidade das informações contábeis com o custo de *equity*. Utilizaram como indicadores da qualidade da informação o valor das provisões feitas nas demonstrações financeiras e um indicador relacionado à transparência dos lucros. Além desses indicadores, utilizaram diversas variáveis relacionadas a práticas de governança referentes ao controle dos problemas de agência. Posteriormente ao uso das práticas isoladas como variáveis de estudo das relações entre governança e desempenho e valor, construíram e utilizaram um índice amplo de governança com essas variáveis, relacionando-o ao custo de *equity*. Um dos indicadores do custo de *equity* foi o custo de capital implícito das empresas, obtido com a utilização de projeções do valor esperado da ação em períodos futuros. O segundo indicador foi o beta das empresas e o terceiro, o excesso de retorno das ações no mercado. Os autores controlaram o teste para os efeitos de tamanho e *market-to-book value* observados por Fama e French (1993). Encontraram resultados estatisticamente significativos para a relação envolvendo práticas de governança e custo de *equity*, em linha com o que a teoria preconiza, e relação negativa significativa envolvendo o índice amplo e a redução no custo de *equity* e nos betas das empresas.

Cremers e Vinay (2005) investigaram como os mecanismos externos (*takeovers*) e os mecanismos internos (ativismo dos *shareholders*) ligados à governança se relacionam com o retorno de portfólios de elevada e baixa governança. Identificaram que o portfólio com maior vulnerabilidade aos *takeovers* gera um retorno de 10 a 15% acima do retorno de mercado, quando um investidor institucional tem uma participação significativa no capital da empresa. Por outro lado, empresas com melhores controles internos geram um diferencial de 8% de retorno acima da média do mercado quando essa característica está associada à grande possibilidade de a empresa ser vulnerável a um *takeover*.

Derwall e Verwijmeren (2007) investigaram uma possível relação entre os *ratings* de governança, os retornos das ações no mercado e o custo

de *equity*. Os indicadores das variáveis dependentes retromencionadas (retorno das ações e custo de *equity*) foram o custo implícito de capital, obtido de maneira similar ao do estudo de Ashbaugh, Collins e Lafond (2004); o beta das empresas; e o risco idiossincrático (calculado como o desvio padrão da distribuição da diferença entre retornos de mercado e retornos teóricos mensurados com o auxílio dos betas). O estudo foi controlado para as variáveis relacionadas ao estudo de Fama e French (1993) e o nível de alavancagem contábil. Os resultados evidenciaram que melhores níveis de governança estão associados com menores custos implícitos de *equity*, menores riscos sistemáticos e menores riscos específicos.

Clark, King e Zhang (2010) observaram que empresas estadunidenses com menores possibilidades de sofrerem ações de *takeover* possuem menores riscos idiossincráticos e suas ações possuíam melhores desempenhos do que as ações de empresas mais vulneráveis às tomadas de controle. Já Koerniadi e Tourani Rad (2011), utilizando um índice amplo de governança, constataram que empresas neozelandesas que possuíam uma governança melhor tinham menores alavancagens financeiras e menores custos de capital.

No Brasil, Lameira e Ness (2011), utilizando um índice amplo de governança, constataram que indicadores de risco como a volatilidade das ações e o custo do capital próprio são fatores relacionados com a qualidade da governança praticada pelas empresas.

2.2 Qualidade da governança praticada

Como Volonté (2012) destacou, as empresas emergentes de nossa era necessitam de capital intensivo, sendo esses recursos geralmente provenientes de muitos pequenos investidores, o que possibilita uma série de conflitos derivados dessa divisão entre propriedade e controle. Nesse contexto, emerge a necessidade da implantação de práticas de governança que possibilitem, em várias dimensões, a possibilidade de alinhamento dos interesses de investidores e gestores que pro-

porcionem a maximização de riqueza por parte da empresa.

Claessens e Yurtoglu (2012) realizaram uma pesquisa do tipo *survey* e constataram a importância da melhoria das práticas de governança nos mercados emergentes, em especial nos países onde existe melhor governança, e observaram que a melhoria dessas práticas estava relacionada a maior acesso a fontes de recursos, menores custos de capital, melhores performances e melhor tratamento dos *stakeholders*.

Para a mensuração da qualidade da governança praticada pelas empresas, foi utilizado um índice amplo de governança cujas questões componentes e critérios para pontuação se encontram dispostos no Apêndice A. No tocante ao uso de indicadores amplos da qualidade da governança praticada, podemos afirmar que Blak, Carvalho e Gorga (2011), Black, Love e Rachinsky (2006), Brow e Caylor (2006) e Beiner et al. (2004) utilizaram-se de índices amplos para investigar, com sucesso, relações entre governança e diversas variáveis econômicas e financeiras das empresas.

Quanto à elaboração do índice de governança utilizado nesta investigação, é importante destacar sua validação externa por causa da utilização de perguntas que serviram para avaliar a qualidade da governança em diversos estudos percursores, além de ter diversas questões do índice de governança elaborado por diversos especialistas brasileiros e utilizado pelo IBGC para promover sua premiação em 2005. O índice também é consistente pois o teste do Alpha de Cronberg apresentou o valor de 0,74 acima do valor de 0,70 geralmente utilizado como limite de corte. Somente a questão 12 apresentou percentual de respostas “sim” inferior a 40%.

No que diz respeito a sua construção, as questões 5, 14 e 17 tiveram origem em Klapper e Love (2004), ao passo que as questões 6 e 8 foram elaboradas pelos próprios autores. As questões 7 e 18 foram fundamentadas em Leal e Silva (2005). A questão 12 foi elaborada com base em Klapper e Love (2004) e Black, Jang e Kim (2006). A questão 16 foi baseada em Lameira, Ness e Motta (2005). As demais questões componentes

do índice se fundamentaram no índice utilizado para escolha da melhor empresa com melhores práticas de governança corporativa, na eleição efetuada no prêmio do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) de melhores práticas de governança de 2005. A racionalidade dos quesitos seguiu em linha com a racionalidade dos quesitos originais de onde foram retirados.

2.3 Risco: conceitos e indicadores

O risco da empresa foi mensurado a partir de indicadores referentes ao risco de mercado, tomando-se por base o comportamento dos preços de suas ações e indicadores relacionados com o comportamento do retorno dessas mesmas ações. Assim, utilizaram-se, para mensurar o risco, indicadores calculados a partir da coleta de dados que possuem maior frequência como os betas, a volatilidade e o risco idiossincrático. Também foram usados dados coletados ao final dos anos para mensurar a taxa de desconto do preço das ações ou o custo implícito de capital das empresas. Assumiu-se nesta pesquisa o entendimento de Estrada (2000), segundo o qual o risco pode ser mensurado por diversas variáveis com relativa eficiência, sendo que alguns parâmetros tradicionais – como o beta (β) do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) – não se mostram tão bons estimadores de risco em mercados emergentes.

Foram incluídas nessa relação de variáveis, portanto, além do beta local (doravante também designado de betalocal) o beta S&P 500 (doravante também denominado betasp) da empresa, obtido a partir da regressão dos retornos da ação da companhia contra os retornos do mercado estadunidense medidos pelo índice *Standard & Poor's 500* – S&P 500; a volatilidade dos retornos das ações (doravante, volat); o risco idiossincrático ou residual (doravante, idios), cujo indicador foi estimado pelo desvio padrão da distribuição da diferença entre os retornos acontecidos e os retornos esperados com o uso do betalocal e do betasp das empresas, em conformidade ao desenvolvido por Derwall e Verwijmeren (2007); e o custo médio

ponderado de capital (*weighted average cost of capital* – doravante também denominado wacc), inserido na pesquisa de modo a servir como uma *proxy* do custo implícito de capital assumido por Ashbaugh, Collins e Lafond (2004) em sua pesquisa, já mencionada.

Existia a expectativa de que as variáveis governança e risco apresentassem relação estatística significativa quando inseridas no modelo de estudo, e os resultados estivessem alinhados com os obtidos por Ashbaugh, Collins e Lafond (2004). No entendimento dos autores, a verificação de relações estatisticamente significativas entre o índice de governança e o indicador de risco wacc seria um indicador de que outros fatores de risco, e não somente o risco sistemático, fossem relevantes para explicar os retornos das ações das empresas, assumindo-se como hipótese que a governança fosse um desses fatores explicativos do risco associado às ações das empresas no mercado.

Foi promovido um teste robusto no sentido de se confirmar essa expectativa, utilizando-se os retornos excedentes (*rex local e rex sp*) como indicadores de risco. Os retornos excedentes foram obtidos a partir das diferenças entre os retornos das ações no mercado (mensurados com a utilização do Ibovespa e do índice S & P 500) e o retorno da renda fixa, no mesmo período, para as companhias situadas entre o primeiro terço e o terceiro terço do universo amostral investigado. Esses indicadores também foram usados no sentido de se conseguir inferências a respeito de possíveis relações envolvendo governança e risco.

2.4 Variáveis de controle

De modo a utilizar adequadamente os métodos propostos, foram inseridas diversas variáveis de controle nesta pesquisa. Tal prática tem como objetivo possibilitar a obtenção de resultados que pudessem direcionar e dimensionar adequadamente a relação entre governança e risco das empresas.

Dessa forma, diversas variáveis de controle foram inseridas na investigação. Na Tabela 1 encontram-se listadas as variáveis, a forma de cálculo e a razão da inclusão dessas variáveis no estudo.

3 METODOLOGIA

3.1 Aspectos da pesquisa

A amostra, não probabilística, investigada foi composta apenas de empresas não financeiras cujas ações, listadas na Bovespa, apresentaram liquidez e volatilidade diferentes de zero nos meses de abril dos anos de 2002 a 2006. Escolheu-se o mês de abril por ser o período em que as companhias abertas publicam suas demonstrações financeiras anuais e realizam suas assembleias gerais. O segundo critério escolhido foi o de somente incluir empresas cujas ações tenham movimentado um volume financeiro de negócios em bolsa igual ou superior a 0,01% do volume financeiro dos negócios envolvendo as ações da empresa de maior negociação na Bovespa, no período considerado.

Para a elaboração da pesquisa, foram utilizados dados secundários coletados de forma telematizada junto à Economática e uma pesquisa documental nas Demonstrações Financeiras (DF) e Informativos Anuais (IAN) obtidos junto aos sites da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Bovespa, das companhias e do banco J.P. Morgan, no tocante aos ADR. Para a realização dos testes estatísticos, foram utilizados os *softwares* SPSS versão 11.5, E-views versão 5.0 e AMOS 4.0 e 6.0.

Entre as limitações da pesquisa estiveram: a) problemas de endogeneidade nas variáveis assumidas como exógenas – para isso foi utilizado o método das equações estruturais; b) a incerteza associada ao índice de governança a ser testado nas regressões lineares múltiplas, o que foi contornado com a inclusão de 20 itens que pudessem dispersar possíveis distorções na avaliação da governança praticada pelas empresas; c) possível existência de problemas de não normalidade nas distribuições das variáveis independentes, controlados por meio de transformações nas variáveis que não passarem no teste de normalidade; d) possível existência de correlações significativas entre as variáveis independentes – nesse sentido, foram promovidas transformações dessas variáveis (utilizando o logaritmo natural ou neperiano, a função inversa ou a operação de radiciação), ou decidiu-se pela exclusão da variável; e) possível existência

Tabela 1 – Resumo das variáveis de controle, fórmulas de cálculo e motivação para sua inclusão no estudo.

Variável de controle	Fórmula de cálculo	Motivo para inclusão no estudo
Alavancagem financeira (afin)	Razão entre o lucro por ação e o resultado operacional ocorrido entre anos consecutivos.	Variável de controle do risco. O grau de alavancagem financeira impacta diretamente sobre o valor do beta e do custo de capital, utilizados como indicadores de risco.
Alavancagem operacional (aop)	Razão entre os resultados operacionais e as receitas operacionais ocorridos entre anos consecutivos.	Relevante variável de controle relacionada aos betas das empresas utilizados como indicadores de risco.
Experiência societária (exp)	Logaritmo do número de meses que a companhia é aberta e tem suas ações listadas em bolsa de valores.	Variável de controle da governança. Empresas com maior tempo de vida societária devem ser empresas com maior atenção aos investidores e possuírem melhor governança. Por outro lado, empresas que abriram capital mais recentemente tiveram em sua maioria que adotarem melhores práticas de governança para poderem captar recursos junto ao mercado.
Índice de endividamento (<i>de</i>)	Razão entre o endividamento líquido da empresa e seu capital social.	Variável de controle da governança e do risco. O endividamento diminui os conflitos de agência, aumenta o monitoramento da administração e melhora o nível da governança praticada pela empresa. O nível de endividamento afeta o risco da empresa, por meio dos betas e de seu custo de capital.
Liquidez das ações em mercado (liq)	Valor da liquidez anual das ações obtido do banco de dados da Economática.	Variável de controle da governança. Empresas que possuem ações com maior liquidez estão associadas a melhores níveis de governança por permitirem uma maior possibilidade de entrada e saída de investidores em suas ações.
<i>Market-to-book value</i> (mtbv)	Razão entre o valor de mercado do <i>equity</i> e o valor contábil do <i>equity</i> .	Variável de controle da governança e do risco. Empresas com maiores valores de mercado estão associadas a melhor governança e menores riscos.
Nível de investimentos (inv)	Razão entre o saldo da conta investimentos e o montante do patrimônio líquido.	Variável de controle da governança. As oportunidades de crescimento se mostram associadas a empresas com maior qualidade de governança.
Participação nos NDGC (n2nm)	<i>Dummy</i> de N2 e NM – 0 se não tem e 1 se tem.	Variável de controle da governança. Empresas com participação nos NDGC devem atender a requisitos mais exigentes de governança no Brasil.
Participação nos NDGC e programa de ADR (n2nmadr23)	<i>Dummy</i> de N2 e NM x ADR23 – 0 se não tem e 1 se tem.	Variável de controle da governança. Empresas que possuam participação nos NDGC e programas de ADR níveis 2 ou 3 devem atender a requisitos mais exigentes de governança.
Percentual de ordinárias do controlador (ord)	Razão entre o número de ações ordinárias do controlador e o total de ações ordinárias da empresa.	Variável de controle da governança. Quanto maior a pulverização das ações que dão o direito ao controle da empresa, maiores devem ser os níveis de governança.
Percentual do capital total do controlador (cap)	Razão entre o número de ações do controlador e o total de ações da empresa.	Variável de controle da governança. Quanto maior a pulverização das ações da empresa, maiores devem ser os níveis de governança.
Percentual de imobilização dos ativos (imob)	Razão entre o ativo permanente e o ativo total em valor percentual.	Variável de controle da governança. Existe menor probabilidade de expropriação dos direitos dos minoritários em empresas com grandes investimentos em ativos imobilizados.
Programa de ADR (<i>adr23</i>)	<i>Dummy</i> de programas de ADR níveis 2 ou 3 – 0 se não tem e 1 se tem.	Variável de controle da governança. Empresas com programas de ADR devem atender a requisitos mais elevados de governança no exterior.
Tamanho da empresa (tam)	Logaritmo da receita operacional líquida da empresa.	Variável de controle da governança e do risco. Empresas maiores podem arcar com os maiores custos associados a implantação e desenvolvimento de melhores práticas de governança. O tamanho das empresas também costuma estar associado a empresas com menores riscos (menores betas e custos de capital).
Tamanho do conselho de administração (log cons)	Logaritmo do tamanho do conselho.	Variável de controle da governança. Maiores conselhos devem possibilitar maior probabilidade de representatividade dos minoritários e por isso melhor governança.
Tipo de controle	<i>Dummy</i> de controle privado nacional (pri) – 0 se é estatal e 1 se possui outra estrutura de controle privado nacional.	Variável de controle da governança. Empresas com controle privado devem possuir melhor governança pois não têm possibilidade de acesso mais fácil ao dinheiro público.

Fonte: do autor.

de problemas de multicolinearidade, resolvidos com a transformação das variáveis ou a eliminação de uma delas; f) possível ocorrência de problemas de heterocedasticidade, resolvidos com a utilização de regressões com correção de White e ponderação por pesos nos períodos ou *cross-sections*; g) possível existência de problemas de identificação de causalidade ou mesmo uma relação de causalidade reversa entre governança e risco, passível de ser minimizado pelo uso do método das equações estruturais; h) possível ocorrência de omissão, não deliberada, de variáveis importantes nos modelos que servem de estudo – para resolver o problema, foi feita uma revisão da literatura, na qual se procurou incluir todas as variáveis relevantes relacionadas ao assunto; i) possível existência de dificuldade de identificação de uma tendência temporal – para dirimir esse efeito utilizaram-se dados em painel, por um período de cinco anos consecutivos; e j) possível existência de problemas na seleção da amostra, tendo em vista que, no segmento das companhias abertas, poderiam estar incluídas as empresas com maior rentabilidade.

3.2 Modelos para se estudarem as variáveis de risco

O teste se encontra em conformidade ao desenvolvido por Derwall e Verwijmeren (2007). Evidenciam-se, a seguir, os modelos a serem testados, em conformidade a Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), com as variáveis dependentes mencionadas anteriormente.

$$\text{RISCO} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{IGC} + \varepsilon$$

$$\text{RISCO} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{IGC} + \beta_i \cdot V_i + \varepsilon$$

Em que:

RISCO = variável dependente cujos indicadores foram o betalocal, o beta medido contra o betasp, a volat e o idios, assumido nesta pesquisa como o desvio padrão da distribuição da diferença entre os retornos ocorridos e os retornos teóricos calculados por meio do CAPM local, e $wacc_{t+1}$;

β_0 = termo constante da regressão linear;

β_1 = coeficiente do termo relacionado ao índice de governança e que representa o impac-

to que essa variável provoca nas variáveis dependentes;

IGC = variável índice de governança corporativa mensurada a partir das respostas para as perguntas elencadas no Apêndice A;

β_i = coeficientes dos termos relacionados às variáveis de controle ou instrumentais e que representam o impacto que essas variáveis provocam nas variáveis dependentes;

V_i = variáveis de controle e instrumentais que podem apresentar poder explanatório sobre a variável dependente estudada;

$$i = \{ x / 1 < x < n, \text{ em que } x \in \mathbb{N} \text{ e } n < \infty \};$$

ε = termo relativo ao erro.

No segundo teste utilizou-se a mesma metodologia, porém os indicadores foram os de risco, as diferenças dos índices de governança e os indicadores relacionados com as variáveis de controle em equações do tipo:

$$\text{RISCO} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \Delta \text{IGC} + \beta_i \cdot V_i + \varepsilon$$

As variáveis inseridas no segundo teste e que não se encontram evidenciadas no primeiro teste foram:

β_1 = coeficiente do termo relacionado à variação do índice de governança e que representa o impacto que essa variável provoca nas variáveis dependentes estudadas;

ΔIGC = variação da variável índice de governança corporativa mensurada a partir das respostas para as perguntas elencadas no Anexo.

No sentido de avaliar os efeitos que o índice de governança podia ter em *proxies* do risco da empresa, nesse terceiro teste assumiu-se como variável dependente os retornos excedentes (*rex*) observados entre a primeira e a terceira parte do universo amostral.

Nobili (2006) realizou um estudo com base no mesmo referencial teórico de Fama e French (1993) para as empresas listadas na Bovespa entre janeiro de 1995 e dezembro de 2004. Conclui que o índice de governança utilizado é um dos fatores que explicam os retornos das carteiras. Para conseguir esse resultado, utilizou um total de 27 carteiras proveniente da separação em três níveis para cada fator do modelo (*tamanho*, *market-to-book value* e *governança*). Da mesma maneira assumiu-se, nesta investiga-

ção, a separação do universo de empresas em três níveis que contenham o mesmo número de companhias para cada um dos fatores, perfazendo o mesmo total de carteiras.

Dessa forma, os retornos excedentes, obtidos com dados do mercado local e com a utilização do S&P 500, das 27 carteiras, foram as variáveis dependentes utilizadas. As variáveis independentes aplicadas no teste foram as médias aritméticas dos retornos das carteiras, obtidas em função das variáveis: a) de tamanho; b) de *market-to-book value*; e c) dos índices de governança observados nas empresas.

O terceiro teste se fundamentou no modelo desenvolvido por Fama e French (1993), conforme evidenciaram Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), e é mostrado a seguir.

$$REX = \beta 0 + \beta 1 . MTBV + \beta 2 . TAM + \beta 3 . IGC + \epsilon$$

As variáveis do terceiro teste que não se encontram evidenciadas no primeiro ou segundo testes foram:

REX = variável dependente cujo indicador foi a diferença entre o retorno da ação no mercado e o retorno da renda fixa no mesmo período para a primeira e a terceira partes do universo amostral. Essa variável se desdobra no indicador rex local e no rex sp;

$\beta 1$ = coeficiente da variável *mtbv* (*market-to-book value*), que representa o impacto que essa variável provoca na variável dependente estudada;

MTBV = variável inserida conforme Fama e French (1993), relacionada com a razão entre o valor do mercado e o valor contábil das ações da empresa. Foi mensurada pela diferença dos retornos das empresas da primeira e terceira partes do universo amostral de *market-to-book values*.

$\beta 2$ = coeficiente da variável *tam* que representa o impacto que essa variável provoca na variável dependente;

TAM = variável inserida conforme Fama e French (1993), relacionada com o tamanho da empresa e mensurada pelo logaritmo natural da receita operacional líquida da empresa. É calculada pela diferença entre os retornos das empresas

da primeira e terceira partes do universo amostral de receita operacional líquida;

$\beta 3$ = coeficiente do termo relacionado ao índice de governança e que representa o impacto que essa variável provoca nas variáveis dependentes;

IGC = é a diferença dos retornos das empresas da primeira e terceira partes do universo amostral de níveis de governança.

Para responder à pergunta central da pesquisa, construiu-se a seguinte hipótese a ser testada:

Hipótese 1 (H 1): Os autores acreditam que os resultados dos testes entre o índice amplo de práticas de governança e os indicadores de risco confirmem uma associação negativa entre tais variáveis, em conformidade aos resultados apresentados por Derwall e Verwijmeren (2007), por Ashbaugh, Collins e Lafond (2004) e por Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003). Negativamente relacionados (-).

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

4.1 Apresentação e discussão dos resultados dos testes

Como a normalidade das variáveis dependentes e principalmente das independentes é uma premissa importante para a aplicação do método das regressões lineares, foram promovidos os testes de Jarque-Bera (J-B), Kolmogorov e Smirnov e de normalidade não paramétrico do qui-quadrado (λ^2). Somente as variáveis – percentual de capital ordinário do controlador e percentual do capital total do controlador – não passaram em nenhum teste de normalidade.

Não existiu qualquer problema com relação à colinearidade das variáveis, e todas passaram no teste de VIF (*Variance Inflation Factor*) com coeficientes menores que 4,899, o que afasta a possibilidade da existência de multicolinearidade. Os testes de Levene e de Anova (teste de F) para a homocedasticidade e os testes de igualdade das

médias de Welch e Brown-Forsythe apresentaram bons resultados, possibilitando a aplicação dos métodos definidos anteriormente.

Quanto à correlação entre as variáveis, somente a observada entre o percentual de capital ordinário do controlador e o percentual do capital total do controlador se mostrou elevada (0,913). Era de esperar, porém, que o percentual de ações ordinárias e o percentual do capital total das companhias possuídos pelos controladores caminhassem muito próximos.

Por puro rigor estatístico, testou-se a estacionaridade das variáveis dependentes. Todas as variáveis dependentes, testadas isoladamente, passaram em todos os testes mencionados com um nível de significância mínimo de 10%. Encontraram-se evidências significativas de autocorrelação ou correlação parcial temporal das variáveis, contudo os resultados mostram convergência e não são significativos a partir do *lag* 3.

Após as correções de normalidade, foi realizado o primeiro teste de relacionamento da variável de governança – *sqr* (*igc*) – com os indicadores da variável dependente de risco e seus diversos indicadores. Aplicou-se o método das regressões lineares com a utilização de dados em painel estruturado e balanceado para os cinco anos. Foram utilizados, no primeiro teste, modelos simples de regressões lineares com todas as variáveis independentes, modelos com correção de pesos, modelos cotando com correções de peso e também com correções de homocedasticidade de White. As evidências apontaram para relações negativas e estatisticamente significativas entre governança e os indicadores de risco.

Com respeito ao segundo teste, observou-se que os aumentos nos níveis da governança praticada (representados por Δ *igc*) estão relacionados negativamente com risco, apesar da evidência positiva e significativa encontrada na relação com *sqr* (*wacc*).

Quanto ao terceiro teste, utilizaram-se regressões lineares em um e dois estágios. Foram encontrados indícios de que a governança impacta negativamente a variável de retornos excedentes calculada com a utilização do índice local (IBovespa) e com a utilização do índice de mer-

cado estadunidense S&P 500). Esses resultados demonstram que melhor governança está associada a menores retornos excedentes e consequentemente a menores betas e menores custos de capital, o que mostra a consistência dos resultados encontrados nos testes anteriores, servindo assim como um teste de robustez. Pode-se verificar, na Tabela 2, um resumo dos resultados obtidos.

Com respeito aos resíduos gerados, foram testadas sua normalidade, interdependência e homocedasticidade. Os resultados dos testes de resíduos, mesmo não sendo sempre positivos para todos os quesitos, demonstraram que os estimadores com significância estatística possuíam confiabilidade. Dessa forma, admite-se que os resíduos dos testes não tenham conteúdo informacional significativo que promova o questionamento dos resultados encontrados para os estimadores das equações.

4.2 Apresentação e discussão dos resultados dos testes de endogeneidade

Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Böhren e Odegaard (2006) sugeriram o uso de variáveis instrumentais, de dados em painel em conjunto ao método dos efeitos fixos e a aplicação do método das equações estruturais para evitar os efeitos da endogeneidade.

No sentido de se aplicar o método das regressões lineares com variáveis instrumentais, foi necessário identificar que variáveis poderiam atender a essa característica. Para ser uma variável instrumental, essa variável deve ter forte correlação com a variável estudada e fraca correlação com as variáveis independentes. Dessa forma, inicialmente identificaram-se a participação concomitante nos NDGC no Brasil e a existência de programas de ADR níveis 2 e 3 (*n2nmadr23*) e, posteriormente, as variáveis participação nos NDGC no Brasil (*n2nm*) e a existência de programas de ADR níveis 2 e 3 (*adr23*).

Atuando no sentido de diminuir a possibilidade de falta de clareza dos efeitos da governança na variável de risco, foram utilizadas diversas variáveis de controle. Essa medida pode diminuir os efeitos de possível ausência de algumas variáveis

Tabela 2 – Resumo dos resultados das relações entre o IGC e as variáveis dependentes.

Variáveis	Reg. simples – MQO	Reg. múltipla – MQO / Reg. múltipla – MQO com peso	Reg. múltipla com correções e peso
Resultados do primeiro teste com variáveis de risco			
sqr (betalocal)	–	– / –***	–***
sqr (betasp)	+	– / –***	–***
log (idios)	–***	–	–
log (volat)	–	–* / –***	–***
sqr (wacc)	–*****	–*****/ –****	–*****
Resultados do segundo teste com variáveis de risco			
sqr (betalocal)			–*****
sqr (betasp)			–*****
log (idios)			–
log (volat)			–*****
sqr (wacc)			+***
Resultados do terceiro teste com variáveis de risco			
de Retornos Excedentes (REX)	Reg. múltipla – MQO	Reg. múltipla com correções e peso – MQO	Reg. múltipla com correções e peso – MQO 2 estágios (4 variáveis instrumentais)
sqr (rex sp)	–	–****	–****
sqr (rex local)	–	–*****	–*****

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 15%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 5%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,5%. O símbolo (*****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,05%.

O símbolo (*****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%.

Fonte: do autor.

significativas na explicação dessas variáveis estudadas, como evidenciaram Chong e López-de-Silanes (2006).

Promoveram-se, então, testes utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) em dois estágios, inserindo as variáveis instrumentais. O resultado foi positivo e estatisticamente significativo em um nível de 10% para o coeficiente da volatilidade (volat). Encontrou-se também resultado negativo e estatisticamente significativo entre governança e custo de capital (wacc). De todos os testes, somente ocorreu mudança de sinal no coeficiente da relação envolvendo governança (igc) e volatilidade (volat).

Em seguida, foi aplicado o método das regressões lineares com efeitos fixos, no sentido

de mitigar os problemas de causalidade reversa. A respeito da possibilidade de causalidade reversa, Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Börsch-Supan e Köke (2002) consideram que efeitos não observáveis das empresas e constantes ao longo do tempo podem tornar os resultados das regressões não confiáveis. Os resultados dos testes mostraram que somente a relação envolvendo governança (igc) e custo de capital (wacc) se mostrou com significância estatística a 1%, ao passo que as demais relações entre governança (igc) e os indicadores de risco não apresentaram significância estatística a um nível de 10%.

Realizaram-se, concomitantemente, os testes de causalidade de Granger, com resultados na Tabela 3, para se poder inferir sobre a possível

Tabela 3 – Testes de Granger entre *sqr* (*igc*) e os indicadores de risco.

sqrige Não Granger Causa	Estatística de F	<i>p-value</i>	Variável Não Granger Causa <i>sqrige</i>	Estatística de F	<i>p-value</i>
<i>sqr</i> betalocal	5,0925**	0,0065	<i>sqrige</i>	0,2781	0,7574
<i>sqr</i> betasp	5,0030**	0,0072	<i>sqrige</i>	0,0852	0,9174
logidios	0,5666	0,5679	<i>sqrige</i>	0,5549	0,5746
<i>sqr</i> wacc	1,0100	0,3651	<i>sqrige</i>	0,6802	0,5071
logvolat	0,4637	0,6293	<i>sqrige</i>	0,2512	0,7780

O símbolo (*) denota um valor estatisticamente significativo a 0,5%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1% e o símbolo (***) se relaciona a um valor estatisticamente significativo a 5%.

Fonte: do autor.

endogeneidade nas relações entre governança e os indicadores da variável dependente.

Constatou-se que o sentido da causalidade deve ser de governança (*igc*) para o beta (*betalocal*) a 0,5% de significância, e de governança (*igc*) para o beta estadunidense (*betasp*) a 1% de significância. Dessa forma, constata-se que não existe presença de relação de causalidade do indicador de governança para os indicadores de risco.

A existência de coeficiente estatisticamente significativo para o indicador custo de capital (*wacc*) como variável independente relacionada à variável governança (*igc*); a perda de significância estatística dos coeficientes que relacionam a variável governança às variáveis de risco, ao utilizar o método das regressões com efeitos fixos; e a inversão de sinal da relação entre o indicador de governança e o indicador de volatilidade no teste com regressões em 2 estágios sugerem possíveis indícios de endogeneidade.

Tendo em vista a existência de homogeneidade nas relações envolvendo governança e risco, entendeu-se que era relevante a aplicação do método das equações estruturais aos dados coletados, de modo a mitigar o problema e testar a validade dos resultados já obtidos. Escolheu-se como indicador da variável de risco o custo do capital total da empresa (*wacc*) devido ao fato de esse indicador ter obtido os melhores resultados nos testes anteriores.

Para a aplicação do método mencionado, foram construídas quatro concepções estruturais básicas. O primeiro modelo estrutural considerou governança uma variável exógena; risco e valor,

variáveis endógenas e que recebem impacto da governança. O segundo, o terceiro e o quarto modelos estruturais pressupõem que pode existir relação de causalidade reversa entre as variáveis estudadas. No segundo modelo estrutural incluíram-se todas as relações possíveis entre as variáveis; no terceiro, apenas as relações entre governança e risco e entre risco e valor. No quarto modelo incluíram-se todas as relações possíveis e acrescentaram-se as variáveis de controle do estudo, no sentido de se aprofundar a investigação nos efeitos existentes entre governança, risco e valor. Nos dois modelos de estudo do quarto modelo estrutural utilizaram-se dados de 2002 a 2006 no modelo de estudo 7 e dados de 2005 e 2006 no modelo de estudo 8.

Os modelos de estudo 1 e 2 apresentaram resultados indicativos de relação de causalidade da variável governança para risco e valor com significância estatística. Os sinais foram um negativo e outro positivo, respectivamente, ambos com significância estatística. Todos os demais modelos estruturais pressupondo endogeneidade nas relações entre as variáveis apresentaram relações estatisticamente significativas e no sentido esperado.

Conclui-se, portanto, pela existência de endogeneidade a partir dos resultados coletados dos testes com equações estruturais. Os resultados dos testes utilizando o método das equações estruturais confirmaram, contudo, os resultados obtidos nas regressões lineares múltiplas. Assim, pressupõe-se que a possível existência de endogeneidade entre as variáveis governança e risco não afetou signifi-

cativamente os resultados dos coeficientes e sinais das relações obtidos com a utilização do método das equações lineares múltiplas. Um resumo dos resultados obtidos foi evidenciado na Tabela 4.

As evidências obtidas com a aplicação do método das regressões lineares para a relação entre governança e risco, no primeiro teste realizado, deixaram sólida sustentação para se inferir que as companhias com melhores práticas de governança possuem menores riscos na percepção do mercado, e isso se reflete no custo de captação das empresas. Os resultados estão em perfeita sintonia com os obtidos por Derwall e Verwijmeren (2007) para os indicadores beta, risco idiossincrático e custo de capital, e alinhados com os obtidos por Ashbaugh, Collins e Lafond (2004) para os indicadores beta e também para o custo de capital.

Dessa forma, parece factível validar a hipótese de que investidores e demais instituições de mercado, ao longo dos últimos anos, promoveram diferenciação entre as empresas com melhores práticas de governança e as que não dispõem de boas práticas de governança. Assim, as empresas com melhores práticas de governança se associaram a menores custos e passaram a ser percebidas como empresas de menor risco, no dia a dia da negociação de suas ações no mercado. Essa relação sugere que governança se associa ao valor por meio da queda do risco das empresas e em decorrência da queda dos seus custos de capital.

Os resultados do segundo teste demonstraram que os riscos das empresas também estão negativamente associados às variações da qualidade da governança, com exceção da relação encontrada para a variável custo de capital (*wacc*). Foi possível observar que aumentos mais significativos da qualidade da governança estiveram negativamente relacionados com os indicadores de risco e, portanto, associados a riscos menores. Os resultados estão em linha com os obtidos por Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), que verificaram a relação entre a variação positiva do indicador de governança e o decréscimo do custo de capital, e com Chen, Chen e Wei (2004), que constataram que melhores práticas estavam relacionadas com menores custos de *equity* e de capital.

Em conjunto com as evidências do primeiro teste, pode-se concluir que altos índices de governança se associaram a menores riscos e também a maiores quedas dos riscos; logo, todas as empresas que desejarem diminuir sua percepção de risco devem procurar melhorar suas práticas de governança, e quanto maior for a melhoria da qualidade da governança praticada, maior o impacto na queda dos riscos. O Gráfico 1, disposto a seguir, ilustra o raciocínio exposto.

Foi possível constatar que a existência de negociação com as ações da companhia em mercados estrangeiros ou a assunção de medidas similares às existentes no contrato padrão assu-

Tabela 4 – Resumo dos sinais das estatísticas com significância Estatística.

Modelo	Governança-risco	Governança-valor	Risco-valor
1 (W)	_***		
2 (W)			_***
3 (C)	_***	+***	
4 (C)	_***		_***
5 (C)	_***	+***	_***
6 (C)	_***		
7 (C)	_***	+***	_***
8 (C)	_***	+***	_***
Total	7 (-***)	4 (+***)	5 (-***)

Resumos dos testes que utilizaram o método das equações estruturais evidenciando os resultados – cargas e covariâncias – estatisticamente significativas.

Fonte: do autor.

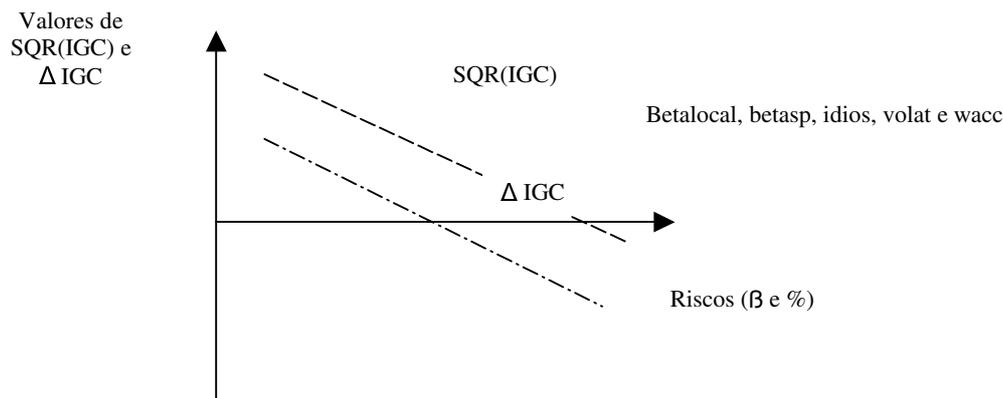


Gráfico 1 – Gráfico das relações entre governança e risco.

Fonte: do autor.

mido pelas empresas para acessar o Nível 2 ou o Novo Mercado servem de referência para a melhoria das práticas de governança das empresas. Outras referências que podem promover a melhoria das práticas de governança das empresas se encontram disponíveis no *site* do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

O terceiro teste apresentou resultados em linha com os obtidos por Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003). Segundo os autores, quando as empresas começaram a melhorar suas práticas de governança, os retornos exigidos sobre o capital diminuem. Os resultados também estão em consonância com Ashbaugh, Collins e Lafond (2004), confirmando que os retornos excedentes podiam ser explicados pela diferença de retornos entre as empresas com maiores e menores indicadores de governança. Isso ratifica uma relação negativa entre as variáveis mencionadas – retornos excedentes e retornos advindos de diferença de níveis de governança. Seguindo esse raciocínio, é também factível assumir que empresas com melhor qualidade de governança estão associadas a menores retornos excedentes, pois possuem menores riscos. Por outro lado, empresas com maiores riscos necessitam de retornos maiores sobre o capital para compensarem esse perfil de maior risco.

Os resultados obtidos com a aplicação do método das equações estruturais deram robustez ao conjunto de evidências obtidas com os testes que utilizaram o método das regressões lineares.

Os resultados dos modelos estruturais, considerando governança como variável exógena ou como variável endógena, confirmaram a relação entre maiores índices de governança e menores riscos.

Quanto à endogeneidade, esta parece não ter afetado os resultados obtidos com a utilização do método das regressões lineares. Os testes de Granger apontam para as relações causais significativas partindo de governança para risco. Verificou-se, contudo, que log (volat) e sqr (wacc) afetaram a qualidade da governança praticada pelas empresas, o que confirma a existência de endogeneidade nas relações envolvendo esses indicadores, mesmo que essa endogeneidade não tenha inviabilizado a investigação proposta com a utilização do método das regressões lineares.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa, inicialmente, procurou-se avaliar de uma maneira adequada o nível de governança e o risco de mercado das companhias inseridas na amostra investigada. É importante destacar que não existe um índice amplamente aceito que mensure sem críticas a qualidade da governança praticada pelas empresas. O índice permite, contudo, uma generalização das relações envolvendo um conceito amplo que se encontra associado à expressão “governança corporativa”, especialmente por seu caráter multidimensional. Além disso, estudos somente entre características isoladas e

variáveis relacionadas à qualidade da gestão da empresa apresentam problemas de limitação de métodos de investigação, tendo em vista que muitas dessas características somente poderiam ser mensuradas por variáveis binárias do tipo 0 ou 1. Além disso, poderiam existir problemas na consolidação do conhecimento que permitisse relacionar o conceito de governança com as demais variáveis relacionadas com a qualidade da gestão da empresa. Portanto, apesar de o índice poder apresentar limitações, assim como qualquer outro indicador possui, parece ser o instrumento mais adequado para se tentar obter relações entre o que se entende por governança em seu sentido ampliado e a qualidade da gestão das empresas.

No tocante à variável risco, procurou-se utilizar diferentes indicadores para se ter uma visão mais abrangente dos efeitos da governança, no risco de mercado associado à empresa. Com esses objetivos intermediários alcançados, foram promovidos testes no sentido de se colher indícios que possibilitassem responder como governança e risco se relacionaram ao longo do tempo. Para isso, a hipótese pesquisada indicava a expectativa de que governança estaria negativamente relacionada com o risco das empresas, necessitando esclarecer como e se isso realmente teria acontecido.

Apesar de se comprovar a existência de endogeneidade nas relações entre governança e risco, os modelos utilizados apresentaram resultados que convergiram no sentido de evidenciarem que melhores níveis de governança se encontram relacionados com menores riscos de mercado para o universo das companhias investigadas.

Outra evidência relevante encontrada foi a de que variações na qualidade da governança estiveram inversamente relacionadas ao nível de risco das companhias. Confirmando essa associação entre melhores níveis de governança e menores riscos, também se observaram evidências de que os investidores passaram a demandar menores retornos excedentes de empresas que melhoraram seu nível de governança.

Dessa forma, as empresas devem observar com muita atenção a possibilidade de implantar e desenvolver melhores práticas de governança corporativa, pois essa atitude pode contribuir decisiva-

mente para que consigam obter acesso mais amplo a diversas formas de financiamento e ter custos menores de capital. Ratificando o que Volonté (2012) destacou, os empreendimentos atuais são intensivos em capital. Dessa forma, empresas que possuam menores custos de capital e acesso ampliado a financiamentos por capitais de terceiros ou próprios, com menores custos, possuirá uma vantagem competitiva em seu setor, o que poderá permitir uma linha continuada de crescimento econômico e financeiramente sustentável. Essa possibilidade tem sua utilidade ampliada em vista do cenário externo vivenciado nos últimos anos por todo mundo, o que repercutiu como maior instabilidade para o planejamento futuro e acirrou a necessidade de aumento de competitividade em todas as partes do planeta.

Desse modo, entende-se que os objetivos intermediário e final foram alcançados e que a pergunta central da pesquisa foi plenamente respondida. Evidenciaram-se sinais e indícios de que empresas que melhoraram suas práticas de governança foram percebidas como empresas com menor risco de mercado.

Ficam como sugestão para pesquisas posteriores: a) o aumento do número de empresas componentes da amostra, de modo que possam ser inseridas variáveis que segreguem empresas de setores de *commodities* e as empresas dos demais setores. As primeiras devem possuir maior transparência de suas operações pelo fato de trabalharem com parâmetros de preços e custos internacionalmente conhecidos e amplamente divulgados; e b) a inserção de variável que promova diferenciação entre empresas pertencentes a setores regulamentados e não regulamentados, tendo em vista a expectativa de que os setores mais regulamentados devem apresentar menor influência da variável governança nos indicadores da variável de risco.

REFERÊNCIAS

ASHBAUGH, H. S.; COLLINS, D. W.; LAFOND R. **Corporate governance and the cost of equity capital**. Dez. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=639681>>. Acesso em: 01 ago. 2007.

BEINER, S. et al. An integrated framework of corporate governance and firm valuation: evidence from Switzerland. **ECGI Working Paper Paper Series in Finance**, Brussels, n. 34, Jan. 2004. No prelo. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=489322>. Acesso em: 20 dez. 2006.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and Other BRIC Countries). **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, 2011. In Press. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119911001088>>. Acesso em: 22 mar. 2012.

_____; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics and Organization**, Oxford, v. 22, n. 2, p. 366-403, Jan. 2006.

_____; LOVE, I.; RACHINSKY, A. Corporate governance indices and firms' market values: time series evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, Amsterdam, v. 7, n. 4, p. 361-378, Dec. 2006.

BÖHREN, O.; ODEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. In: ALI, P. U.; GREGORIOU, G. N. (Ed.). **International corporate governance after Sarbanes-Oxley**. New Jersey: John Wiley - IEEE Press, 2006. cap. 3, p. 27-64.

BORSCH-SUPAN, A. H.; KOKE, J. F. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, Oxford, v. 3, n.3, p. 295-326, Aug. 2002.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, New York, v. 25, n. 4, p. 409-434, July/Aug. 2006.

CHEN, K. C. W.; CHEN, Z.; WEI, K. C. J. **Disclosure, corporate governance and the cost of capital: evidence from Asian's emerging markets**. Jun. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000>.

Acesso em: 01 jun. 2004.

CHONG, A.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. Corporate governance and firm value in México. **Inter-American Development Bank Research Paper Series**, Washington, DC, n. 460, July 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1820043>. Acesso em: 10 dez. 2006.

CLARK, S. P.; KING, T. H. D.; ZHANG, C. X. **Idiosyncratic risk, governance and equity performance**. Aug. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1664775>>. Acesso em: 21 mar. 2012.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. **Corporate governance in emerging markets: a survey**. Jan. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1988880>>. Acesso em: 21 mar. 2012.

CREMERS, K. J.; VINAY, N. Governance mechanisms and equity prices. **The Journal of Finance**, Amsterdam, v. 60, n. 6, p. 28-59, Dec. 2005.

DERWALL, J.; VERWIJMEREN, P. Corporate governance and the cost of equity capital: evidence from GMI's governance rating. **ECCE Research Note**, n. 06-01, Jan. 2007. Disponível em: <<http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=16114>>. Acesso em: 10 dez. 2006.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. **WWZ/Department of Finance**, working paper n. 2-03, Jan. 2003.

ESTRADA, J. The cost of equity in emerging markets: a downside risk approach. **Emerging Markets Quarterly**, London, v. 4, n. 3, p. 19-30, Fall 2000.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal**

of **Financial Economics**, Amsterdam, v. 33, n. 1, p. 3-56, Jan. 1993.

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD R. G.; PALIA D. Understanding the determinants of ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 53, n. 3, p. 353-384, Sept. 1999.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 10, n. 5, 703-728, Nov. 2004.

KOERNIADI, H.; TOURANI RAD, A. **Corporate governance, financing patterns and the cost of capital: evidence from New Zealand companies**. Dez. 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1969584>>. Acesso em: 21 mar. 2012.

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L. Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 16, n. 3, p. 33-52, jul./set. 2011.

_____; _____; MOTTA, L. F. J. Governança corporativa: existem evidências empíricas de impactos no β e D- β ? In: ENCONTRO NACIONAL DE FINANÇAS, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Encontro Nacional de Finanças, 2005.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. Corporate governance, value and dividend payout in Brazil (and Chile). **Inter-American Development Bank, Research Network Working Paper**, n. R-516, Out. 2005. Disponível em: <<http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr220finaldraft.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2005.

NOBILI, C. B. **Governança corporativa e retornos esperados no mercado de capitais brasileiro: uma extensão do modelo de três fatores de Fama e French**. 2006. 55 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – COPPEAD/ Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

VOLONTÉ, C. **Foundations of corporate governance**. Jan. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1991135>>. Acesso em: 22 mar. 2012.

APÊNDICE A: CRITÉRIOS DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A – Estrutura de propriedade e controle

Questão 1: O percentual das ações com direito a voto do controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações da companhia?

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas em que o controlador tenha um percentual do capital total, igual ou maior do que o percentual de ações ordinárias.

Questão 2: A percentagem de ações não votantes é menor que 20% do total do capital?

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas em que o percentual de ações preferenciais fosse menor que 20% do capital total.

Questão 3: A empresa não tem estrutura piramidal de controle ou o controle é direto.

Critério para pontuação: Conferiu-se um ponto para as empresas em que somente existe a abertura de um subnível para qualquer um dos investidores que aparecem na lista de acionistas com mais de 5% do capital da empresa no formulário IAN.

Questão 4: Observando o estatuto da companhia, pelo menos uma das afirmativas é verdadeira: a) Cada ação vale um voto?; b) As ações preferenciais têm direito de voto em decisões importantes da companhia?

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas que emitiram somente ações ordinárias ou para empresas nas quais exista pelo menos uma das condições de voto mencionadas anteriormente para os acionistas detentores de ações preferenciais.

B – Nível de *disclosure* das informações e benefícios privados de controle

Questão 5: A companhia tem demonstrações em US-GAAP ou IAS-GAAP?

Critério para pontuação: Foi atribuído um ponto para as empresas que divulgaram os balanços em padrão contábil internacional.

Questão 6: A companhia não apresenta contrato de mútuo nem utiliza a rubrica lucros

acumulados como reserva de lucros sem ter *disclosure* da existência de orçamento de capital como destinação desses recursos.

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas que não apresentam contratos de mútuo ou retenção de lucros na rubrica de lucros acumulados.

C – Auditoria e conselho fiscal

Questão 7: A auditoria é feita por uma das cinco maiores empresas de auditoria em atividade no Brasil?

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas cujas DF foram auditadas por uma das auditorias retromencionadas.

Questão 8: As Informações Financeiras Trimestrais (os ITRs) da companhia são entregues dentro do prazo e NÃO contêm ressalvas?

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas cujas informações trimestrais tenham sido entregues dentro do prazo e sem ressalvas por parte dos auditores.

Questão 9: A sociedade NÃO teve parecer de auditoria com discordância de opinião ou ressalva em suas demonstrações financeiras (DF)?

Critério para pontuação: As companhias cujos pareceres de auditoria não contiveram ressalva ou discordância de opinião receberam um ponto.

Questão 10: A empresa tem conselho fiscal permanente?

Critério para pontuação: As companhias cujos IAN continham informações referentes à existência de conselho fiscal permanente, sendo essa observação ratificada por disposição nesse sentido, contida no estatuto social, obtiveram um ponto.

D – Conselho de administração e política de remuneração

Questão 11: Os administradores têm participação nos lucros?

Critério para pontuação: As companhias cujos IAN continham informações referentes à participação dos administradores no lucro da sociedade obtiveram um ponto.

Questão 12: A empresa tem mais de 50% de conselheiros independentes, conforme reporta o IAN?

Critério para pontuação: As companhias cujos IAN continham informações referentes à existência de mais de 50% de conselheiros não eleitos pelo controlador obtiveram um ponto.

Questão 13: O conselho tem entre cinco e nove membros?

Critério para pontuação: As empresas cujos conselhos detinham um número de membros no intervalo aberto compreendido entre cinco e nove membros receberam um ponto.

Questão 14: Presidente do conselho NÃO é diretor ou controlador da empresa?

Critério para pontuação: Conferiu-se um ponto para as empresas nas quais o cargo de presidente do conselho não fosse ocupado pelo controlador, familiar ou pelo presidente da companhia.

Questão 15: A empresa possui qualquer tipo de comitê evidenciado em seus documentos societários ou em seu *website*?

Critério para pontuação: As companhias cujos estatutos sociais continham informações referentes à constituição de comitês, ou mesmo à possibilidade de serem constituídos comitês por parte dos conselhos de administração, obtiveram um ponto.

Questão 16: O diretor financeiro não é diretor de relações com investidores?

Critério para pontuação: Conferiu-se um ponto para as empresas em que as atribuições do diretor de relações com investidores não fossem acumuladas com as funções de diretor financeiro.

E – Relacionamento com investidores

Questão 17: A sociedade tem investidor institucional com mais de 5% do capital da empresa?

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas que possuíam investidor institucional com participação igual ou superior a 5% do capital total da empresa. Somente não foi atribuído ponto aos investidores institucionais que fossem controladores da empresa ou que não detivessem uma participação maior ou igual a 5%.

Questão 18: A empresa NÃO teve problemas com investidores na CVM nos últimos cinco anos, NEM esteve inadimplente na entrega de informações OU teve de refazer suas demonstrações financeiras?

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas que não tiveram problemas com investidores, nem estiveram inadimplentes ou necessitaram refazer suas demonstrações financeiras no período investigado.

Questão 19: A companhia tem mais de 25% de suas ações em *free-float*?

Critério para pontuação: Atribuiu-se um ponto para as empresas que possuíam mais de 25% das ações disponíveis para negociação no mercado.

Questão 20: A empresa oferece *tag along* além do exigido pelo dispositivo legal?

Critério para pontuação: As empresas com *tag along* diferenciado obtiveram um ponto nesse quesito.