UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE RIBEIRÃO PRETO, UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO – FEARP/USP

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE

BIANCA THOMAZELLA

Medidas de qualidade de governança corporativa: um estudo comparativo entre suas relações com os retornos das ações

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO SANCHES PAGLIARUSSI

Ribeirão Preto

2016

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Dante Pinheiro Martinelli
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade

BIANCA THOMAZELLA

Medidas de qualidade de governança corporativa: um estudo comparativo entre suas relações com os retornos das ações

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de concentração: Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi

RIBEIRÃO PRETO
2016

FICHA CATALOGRÁFICA

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Thomazella, Bianca

Medidas de qualidade de governança corporativa: um estudo comparativo entre suas relações com os retornos das ações. Ribeirão Preto, 2016.

75 p.: il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/Universidade de São Paulo. Área de concentração: Controladoria.

Orientador: Pagliarussi, Marcelo Sanches.

1. Medidas de Qualidade de Governança Corporativa. 2. Índices de Qualidade da Governança Corporativa. 3. Retornos sobre ações.

Nome: THOMAZELLA, Bianca

Título: Medidas de qualidade de governança corporativa: um estudo comparativo entre suas relações com os retornos das ações

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de Concentração: Controladoria

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador Prof. Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi, pela orientação, dedicação e paciência.

Ao Prof. Dr. Eugênio Bitti, pelo trabalho e esforço para a qualificação deste trabalho.

À estimada amiga Laís Manfiolli Figueira, pelos bons conselhos.

Ao Benjamin Valot, por ser meu companheiro e sempre acreditar em meu potencial.

À família e amigos, pelo apoio, paciência e compreensão.

À Prof. Dra. Maísa de Souza Ribeiro, pelas contribuições ao trabalho.

À Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, pela oportunidade de cursar a pós-graduação desejada.

We are not now that strength which in old days
Moved earth and heaven; that which we are, we are;
One equal temper of heroic hearts,
Made weak by time and fate, but strong in will
To strive, to seek, to find, and not to yield.

Alfred, Lord Tennyson

RESUMO

THOMAZELLA, B. Medidas de qualidade de governança corporativa: um estudo comparativo entre suas relações com os retornos das ações 2016. 75 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2016.

Um dos principais focos da pesquisa sobre governança corporativa é investigar se boas práticas refletem no desempenho da companhia. Entretanto, as pesquisas neste tema têm apresentado resultados divergentes, possivelmente em função da dificuldade de definir e mensurar a qualidade da governança corporativa. Muitos dos estudos que investigam a qualidade da governança corporativa baseiam-se na criação de índices para refletir tal construto, enquanto outros utilizam-se da classificação feita pela BM&FBovespa em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Porém, há uma lacuna em estudos brasileiros que comparem a eficácia destas diferentes medidas que visam captar a qualidade da Governança Corporativa. Desta maneira, o objetivo deste estudo foi verificar se uma medida complexa de governança, desenvolvida pela literatura é mais eficaz que a medida construída pelo mercado, e assim, comparou o Índice de Qualidade de Governança de Correia, Amaral e Louvet (2011), com os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Para cumprir esse objetivo, o presente estudo verificou a eficiência destas duas medidas em explicar os retornas das ações e para as análises foram utilizadas regressões em painel, para uma amostra com dados de seis anos (2010-2015), para 124 empresas listadas na BM&FBOVESPA. Os resultados encontrados mostraram que a listagem nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2 possuem impacto estatisticamente significativo sobre os retornos das ações, enquanto que o Índice de Governança Corporativa de Correia, Amaral e Louvet (2011) não apresentou influência significativa nos retornos das ações, demonstrando que a classificação em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa seria uma melhor medida de qualidade de governança; Entretanto, uma análise comparativa com modelos sem utilizar quaisquer umas das variáveis de governança corporativa citadas, mostrou que estas variáveis refletoras de governança corporativa pouco agregam à explicação dos retornos, concluindo assim, que a adição de variáveis *proxies* relacionadas à qualidade da governança não aumenta a capacidade em explicar os retornos das empresas listadas.

Palavras-Chave: Medidas de Qualidade da Governança Corporativa, Índices de Qualidade de Governança Corporativa, Retornos sobre ações.

ABSTRACT

THOMAZELLA, B. 2016. Corporate Governance's Quality Measures a comparative study of their relationship with stock returns 75 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2016. Corporate Governance's Quality Measures a comparative study of their relationship with stock returns

One of the main focuses of corporate governance research is to investigate whether good practices reflect the company's performance. However, research on this topic has presented divergent results, possibly due to the difficulty of defining and measuring the quality of corporate governance. Many of the studies that investigate the quality of corporate governance are based on the creation of indices to reflect this construct, while others use the classification in Listing Segments made by BM&FBovespa. Thus, there is a gap in Brazilian studies comparing the effectiveness of these different measures aiming to capture the quality of Corporate Governance. In this way, the objective of this study was to verify if a complex measure of governance, developed in the literature is more effective than the measure constructed by the market, and for this pourpose, it compares the Governance Quality Index, developed by Correia Amaral and Louvet (2011), with the Listing Segments by BM&FBovespa. In order to fulfill this objective, the present study verified the efficiency of these two measures in explaining the stock returns, and, for the analyzes, panel regressions were used for a sample with data of six years (2010-2015) for 124 companies listed on the BM & FBovespa. The results found that the listing in the segments Levels 1 and 2 have a statistically significant impact on stock returns, while the Corporate Governance Index by Correia, Amaral and Louvet (2011) did not present significant influence on stock returns. This results demonstrated that the classification in Listing Segments would be a better measure of governance quality. However, a comparative analysis with models without using any of the mentioned corporate governance variables, showed that these variables do not add much to the explanation of returns, concluding that the addition of proxy variables related to governance quality does not increase the ability to explain the returns of listed companies.

Key-words: Measures of Corporate Governance Quality, Indices of Corporate Governance Returns on stocks.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Critério para classificação nos NDGC da BM&FBovespa 34

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Variáveis para construção do Índice de Qualidade de Governança 31
Tabela 2 - Resumo de todas as variáveis utilizadas 36
Tabela 3 - Pesos para ponderação de variáveis constituintes do IQG 40
Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis 41
Tabela 5 - Resultados da estimação com efeitos fixos (para modelo com IQG) 42
Tabela 6 - Resultado do Teste F (para modelo com IQG) 42
Tabela 7 – Resultados da estimação com efeitos aleatórios (para modelo com IQG) 43
Tabela 8 - Resultado do teste de Breusch-Pagan (para modelo com IQG) 43
Tabela 9 - Resultados do teste de Hausman (para modelo com IQG) 44
Tabela 10 - Resultados do teste de Hausman Robusto (para modelo com IQG) 44
Tabela 11 - Resultados da estimação com efeitos fixos e erros-padrão robustos (para modelo com IQG) 45
Tabela 12 - Resultados da estimação em efeitos fixos (para modelo com os NDGC) 46
Tabela 13 - Resultados do Teste F (para modelo com os NDGC) 46
Tabela 14 - Resultados para estimação com efeitos aleatórios (para modelo com os NDGC) 47
Tabela 15 - Resultados para o teste de Breusch-Pagan (para modelo com os NDGC) 47
Tabela 16 - Resultados para o teste de Hausman (para modelo com os NDGC) 48
Tabela 17 - Resultados para o teste de Hausman Robusto (para modelo com os NDGC) 48
Tabela 18 – Resultados para estimação com efeitos fixos com erros-padrão robustos (para modelo com os NDGC) 48
Tabela 19 - Resultados com estimações por efeitos fixos com erros-padrão robustos 49
Tabela 20 - Resultados para o teste de razão de verossimilhança 50

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Processo de modelagem para dados em painel..... 38

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS 4
RESUMO 6
ABSTRACT 7
LISTA DE QUADROS 8
LISTA DE TABELAS 9
LISTA DE FIGURAS 10
1. INTRODUÇÃO 12
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA 16
2.1. Governança Corporativa e Conflitos de agência 16
2.2. Panorama da Governança Corporativa no mundo 18
3. ESTUDOS ANTERIORES SOBRE QUALIDADE DA GOVERNANÇA 21
3.1. Medidas de qualidade de governança 21
3.2. Governança Corporativa e Desempenho 24
3.3. Hipótese Central 28
4. METODOLOGIA 21
4.1. Dados e amostra 30
4.2. Variáveis selecionadas 30
4.3. Modelo com dados em painel 37
5. RESULTADOS E DISCUSSÃO 40
6. CONCLUSÃO 52
REFERÊNCIAS 55

1. INTRODUÇÃO

Na primeira década do século 21, escândalos corporativos nos EUA culminaram no surgimento da Lei Sarbanes-Oxley (SOx), os quais deram destaque mundialmente à importância da governança corporativa, definida como o conjunto de mecanismos internos e externos que visa a alinhar interesses de acionistas e gestores (SILVEIRA, 2010a). Estes mecanismos usualmente voltam-se para a atuação do Conselho de administração, o papel da auditoria e a proteção do capital dos investidores em geral (BOZEC; DIA; BOZEC, 2010).

O mercado acionário norte-americano, por exemplo, é caracterizado por alto nível de pulverização acionária. Nos EUA 59,7% das empresas de capital aberto apresentam acionistas controladores com menor de 10% do total de ações (GADHOUM; LANG; YOUNG, 2005). Assim, neste cenário, a característica principal dos mecanismos de governança corporativa adotados é a busca por elevar o nível de proteção a investidores minoritários. Uma vez que estes possuem pouca capacidade de afetar ou influenciar decisões de gestores, a ausência de tais mecanismos potencializa a concentração de poder de decisão nas mãos da administração da companhia e, consequentemente, eleva o risco de comportamentos indesejados e desalinhados em relação aos interesses de acionistas (SILVEIRA, 2005).

Em comparação a mercados do hemisfério norte, o mercado de capitais brasileiro é menos desenvolvido e caracterizado por elevada concentração acionária das empresas listadas. Atualmente, a média de concentração de ações em posse do maior acionista é de 54,5%. Além disto, 18% das empresas listadas apresentam o maior acionista com posse de pelo menos 90% do total de ações ordinárias, inclusive, mais da metade dela possuí uma concentração acionária superior a 50% em posse do majoritário (BM&FBOVESPA, 2015).

Desta maneira, seria desejável o desenvolvimento de mecanismos de proteção ao investidor, sobretudo ao pequeno investidor, como uma das formas de manter o mercado de capitais nacional atrativo. Além disso, o emprego de tais mecanismos ainda seria desejável por parte de tais companhias até como forma de melhorar sua própria governança diante das características específicas do mercado de capitais nacional.

As primeiras discussões sobre a base teórica que levou à ao desenvolvimento de práticas de governança corporativa surgiram no trabalho seminal de Berle e Means (1932), o qual discute problemas relacionados a separação entre propriedade e controle nas firmas logo após a quebra da bolsa americana em 1929. Na década de 1970, modelos desenvolvidos no âmbito da teoria de agência, como Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976), se voltaram para problemas

relacionados à separação de propriedade e controle. Estes modelos propunham a existência de custos relacionados a questões de incentivos e monitoramento em relações contratuais onde um contratante (principal) delega atribuições e certa autoridade a indivíduos contratados (agentes).

Estas abordagens assumem um risco de comportamento indesejado pela parte contratada caso a capacidade do contratante em observar ações de decisões seja limitada, de forma que o contratante incorre em custos tanto para incentivar o bom comportamento como para monitorar a qualidade das ações e decisões tomadas pelo agente (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976; ROSS, 1973).

Caso sejam arranjados de forma eficiente, mecanismos de governança corporativa aprimoram o processo de decisório pois o investidor é mais capaz de observar e monitorar as ações e decisões do gestor, sendo elas direcionadas a uma maior eficiência, e, desta forma, as organizações, como consequência, tenderiam a apresentar níveis mais elevados de desempenho. Ademais, melhores desempenhos atuam de forma como direcionadores dos investimentos e geram maior atratividade de capitais (SILVEIRA, 2010a). Larcker, Richardson e Tuna (2007) diante deste cenário, destacam, portanto, a relevância da governança corporativa na compreensão do comportamento gerencial e, também, por consequência, no desempenho organizacional.

Destacam-se diversas iniciativas por partes órgão regulamentadores para incentivar a melhora na governança no cenário brasileiro, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa. Estudos a respeito da qualidade da governança corporativa no Brasil geralmente atentam-se às principais características do mercado de capitais brasileiro, como por exemplo, a concentração de propriedade. Assim há uma linha de estudos que investigam mais afundo uma única característica de governança, como Silveira (2010) Caixe e Krauter (2013), que focaram na concentração acionária. Por outro lado, Oliveira et al., (2004), investigou adoção governança corporativa sob vários de seus aspectos, por meio de verificação destas características de acordo com diretrizes de mercado e recomendações de boas práticas. Entretanto, alguns trabalhos já seguem a linha de trabalhos internacionais como Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Bebchuk, Cohen e Ferrel (2004), que são exemplos de trabalhos que desenvolveram índices a fim de medir a qualidade da governança corporativa

Silveira (2010) afirma que a principal fundamentação por trás das pesquisas em governança corporativa é o melhor desempenho das empresas. Se, de fato, a gestão melhora com a adoção de práticas de governança corporativa, então, espera-se que esta melhora esteja, de alguma forma, refletida no desempenho destas organizações.

Dentre trabalhos que investigam a governança corporativa e desempenho Silveira, Barros e Famá (2006) e Correia, Amaral e Louvet (2011) encontraram relação positiva entre GC e o valor da firma. Adicionalmente, Carvalho e Pennacchi (2012) encontraram que a migração a níveis mais elevados de GC de uma empresa traz retornos anormais positivos para seus acionistas.

Entretanto, Camargos e Barbosa (2010) mostrou que a adesão não proporcionou um aumento dos retornos anormais. Para Aguiar, Corrar e Batistella (2004) as empresas que migraram para o Nível 1 não apresentaram mudanças significativas na quantidade média de ações negociadas, nem no volume médio de ações negociadas e não apresentaram valorização significativa no preço médio de suas ações. Além disto, Macedo e Corrar (2012) não encontraram diferenças em termos de desempenho contábil-financeiro de empresas, adotem elas ou não as chamadas boas práticas de GC.

Nota-se, portanto, que a literatura nacional vem abordando a relação entre governança corporativa e desempenho. Diversas abordagens e métodos são utilizadas, todavia não chegam a um consenso claro na literatura sobre esta causalidade. Tal fato pode decorrer da dificuldade em especificar os diversos aspectos que estão envolvidos no construto governança corporativa.

Bhagat, Bolton e Romano (2008), a título de exemplo de tal observação, criticam a utilização de índices para mensurar a governança, afirmando que a governança eficaz depende do contexto e das circunstâncias específicas das empresas, portanto haveria dificuldades para um índice, ou qualquer outra variável, para capturar nuances críticas para a tomada de decisões dos investidores.

Desta maneira, percebe-se, no Brasil, uma lacuna de pesquisa em relação com estudos que comparem a eficiência medidas de governança, a fim de determinar se elas, de fato, conseguem captar a qualidade de governança corporativa. Assim, o objetivo do presente estudo foi verificar se um dos índices de governança da literatura brasileira se mostra mais eficiente do que uma outra medida de governança já criada e divulgada pelo órgão gerenciador do mercado brasileiro. Para testar esta hipótese, investigou-se comparativamente as medidas de governança citadas, e sua respectiva associação ao desempenho empresarial.

Para especificar a *proxy* para governança corporativa, foi selecionado o índice desenvolvido por Correia, Amaral e Louvet (2011), por tratar-se de um índice recente na literatura brasileira. Como *proxy* alternativa para governança corporativa, foi escolhida a listagem das empresas de capital aberto nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NGDC). Utilizando, um painel constituído de uma amostra de 124 empresa listadas na

BM&FBOVESPA, para 6 anos (2010-2015), avaliou-se a relação entre as *proxys* para governança e os retornos anuais acumulados das ações.

Os resultados mostraram que a variável construída com base no Índice de Qualidade de Governança, desenvolvido por por Correia, Amaral e Louvet (2011) não foi estatisticamente significativa para explicação dos retornos das ações. Já para as variáveis que refletem os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa, foi encontrada relação entre empresas estarem listadas nos Níveis 1 e 2, entretanto não aplicável para o Novo Mercado.

Desta forma, estes resultados indicaram haveria uma relação apenas entre os NDGC e o os retornos das ações. Por outro lado, através do teste de razão de verossimilhança, observou-se que a inclusão de variáveis que refletem governança não aumenta o poder dos modelos em explicar os retornos das empresas, indicando que a relação entre governança corporativa e retornos é muito fraca.

Logo, este trabalho contribuí para a literatura sobre governança corporativa ao demonstrar que as medidas agregadas de qualidade da governança corporativa, encontradas tanto na literatura quanto no ambiente de mercado, não estão capturando adequadamente as variações do construto que ocorrem de forma latente nas organizações. Neste sentido, os resultados do presente estudo sugerem que pode ser mais produtivo trabalhar com medidas desagregadas de qualidade da governança, principalmente se alguns dos mecanismos de governança não funcionarem como complementares uns aos outros.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1. Governança Corporativa e Conflitos de agência

O trabalho de Berle e Means (1932) é considerado por inúmeros autores da temática de governança corporativa como o marco inicial do assunto (BHAGAT; BOLTON, 2008; CAIXE; KRAUTER, 2013; FAMA, 1980; FERREIRA et al., 2013; SAITO; SILVEIRA, 2008; SHLEIFER; VISHNY, 1997; SONZA; KLOECKNER, 2014). Esse trabalho foi o primeiro a discutir os custos e benefícios de uma estrutura de propriedade e controle segregadas, naquela época, já observada nas organizações.

O trabalho de Ross (1973) iniciou a discussão sobre a teoria de agencia, sendo seguido por Jensen e Meckling (1976), que destacou-se pelo debate sobre os conflitos de interesse e dos custos de agência a partir da separação entre propriedade e controle (SAITO; SILVEIRA, 2008)

A definição do conflito de agência, envolve esta relação contratual caracterizada pela delegação de autoridade de decisão do principal para o agente. Ao assumir que cada indivíduo maximiza sua própria utilidade, ou seja, busca sempre o melhor para si mesmo, haverá uma divergência de interesses entre o principal e o agente. Esta divergência de interesses ainda é potencializada pela diferença no conjunto de informações que cada parte possui, o que acarreta no fato do o principal não conseguir verificar todas as ações tomadas pelo agente (assimetria de informações), nem escrever um contrato que defina precisamente o que deve ser feito por ele (incompletude dos contratos) (JENSEN; MECKLING, 1976).

As questões associadas com a separação entre propriedade e controle na firma gerida estão associadas com a problema do conflito de interesses da teoria da agência. A existência de divergências nos interesses entre principal e agente decorre do fato de que o principal (proprietário) quer obter o máximo lucro possível, o que depende do esforço do agente, e da remuneração paga a ele. O agente (gestor), por sua vez, quer o maior salário possível com o menor esforço (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976).

Esta separação entre propriedade e controle é caracterizada pela segregação entre tomada de risco e o poder de decisão. Assim, quem recebe ou lucros pode não ser o mesmo agente responsável pela tomada de decisão, e desta forma, os riscos das decisões deste afetando o retorno de outro indivíduo. Portanto, sem o controle adequado do processo decisório, os tomadores de decisão são mais suscetíveis a tomarem decisões que desviam dos interesses

daqueles que ficam com os lucros, o que remete ao problema sobre a gestão tomar decisões que busquem objetivos que não sempre o sucesso da organização (FAMA; JENSEN, 1983).

Com o objetivo de mitigar o referido conflito, a solução seria moldar a organização de forma a se conseguir um alinhamento entre os interesses da organização e seus membros, aumentando a eficiência das escolhas feitas (FAMA; JENSEN, 1983). Sendo assim, pela perspectiva da teoria de agência relacionados à separação entre propriedade e controle, o conjunto de mecanismos que podem influenciam as decisões dos administradores, de maneira a tentar reduzir este conflito de interesses entre agente e principal, trata-se da governança corporativa (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007)

A governança corporativa - deste ponto em diante denominada como GC - é proposta como uma estrutura composta de conjuntos de mecanismos visando a proteção de investidores e demais fornecedores de capital às organizações. Nela abordam-se maneiras pelas quais fornecedores de capital corporativo conseguem reduzir o risco de expropriação de seus investimentos em função de comportamentos e/ou decisões inadequados de gestores (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

No entanto, esta definição não é a única usada para o termo “governança corporativa”. Monks e Minow (2004) propõem GC como uma estrutura que tem por função garantir que questionamentos sejam precisamente efetuados e respondidos e que, assim, haja um alinhamento visando a criação de valor sustentável a longo prazo. Ressaltam ainda que essa estrutura, se não bem parametrizada, pode representar um elemento de risco para os investidores, assim como para própria continuidade da empresa.

Fatos como o colapso de companhias como Enron, Worldcom, Tyco ocorrido nos Estados Unidos em 2002 acabaram por lançar luzes sobre discussão de GC em nível mundial (TARIQ; ABBAS, 2013). Estes eventos deram origem a um movimento que culminou na implementação da Lei Sarbanes-Oxley também em 2002 pelo Congresso americano (MONKS; MINOW, 2004).

Desde então, o surgimento de reformas e a regulamentação de práticas de GC intensificou-se (TARIQ; ABBAS, 2013). Destaca-se o aparecimento de inúmeros códigos, leis, agências e órgãos que buscam dar diretrizes quanto à prática da GC nas organizações de capital aberto. Entretanto, em nível global tais abordagens diferem bastante, pois não há um modelo único de GC que seja universal (ANDRADE; ROSSETI, 2014).

2.2. Panorama da Governança Corporativa no mundo

O ambiente institucional no qual a empresa se insere é um fator determinante para o sistema de governança corporativa que ela irá adotar. Cada país possuí um sistema financeiro próprio, e que está sujeito a particularidades do seu ambiente legal e cultural. Isto influencia as características do mercado financeiro, que por sua vez impacta nas decisões sobre a adoção de mecanismos de GC em cada país (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005; SILVEIRA, 2005). Assim, pode-se citar alguns dos principais modelos de GC praticados no mundo, sendo: o anglo-saxão, alemão, japonês, latino-europeu e latino-americano.

O modelo de GC anglo-saxão é caracterizado pela elevada dispersão da propriedade de ações, sendo o modelo praticado nos EUA e no Reino Unido. Assim, o sistema de governança é altamente baseado nesta estrutura de propriedade pulverizada, e possuí uma forte orientação a mercado, sendo, portanto, por ele monitorado (ANDRADE; ROSSETI, 2014).

Os modelos alemão e japonês são caracterizados por concentração acionária nas mãos dos bancos. Disto decorre uma menor expressão do mercado de capitais, assim como a sobreposição de propriedade e da gestão, pois os bancos monitoram os interesses dos acionistas e dos credores. Além disto, na Alemanha, busca-se uma espécie de gestão coletiva das empresas, consequência do modelo de industrialização alemã, e também um reflexo de raízes históricas, advindo de poderes autoritários. Já no Japão, características como como os *keyretsus*, conglomerados de empresas ligadas horizontalmente também são contribuem para concentração de mercado (ANDRADE; ROSSETI, 2014; LA PORTA et al., 1997, 1998; MONKS; MINOW, 2004; SILVEIRA, 2005).O modelo latino-europeu é caracterizado pela propriedade concentrada, com predominância de famílias controladoras, com um nível de alavancagem maior por exigíveis de longo prazo e menor capitação a mercado. Em companhias abertas, a proteção aos acionistas minoritários é baixa, parte devido a fatores como a permissão para emissão de ações sem votos, como também devido ao baixo *enforcement* para a execução de direitos assegurados (ANDRADE; ROSSETI, 2014). Estes fatores acabam por não incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais (LA PORTA et al., 1998).

Pode-se considerar o modelo latino-americano muito parecido com o modelo latino-europeu. Além disto, as economias latino-americanas possuem características históricas que geram forte impacto no modelo de governança a ser seguido, como por exemplo, o alto número de privatizações próximo a década de 90, a existência de grandes grupos financeiros de controle de grandes empresas, a reestruturação dos sistemas financeiros e um crescente nível de

internacionalização da economia (ANDRADE; ROSSETI, 2014).Entretanto, destaca-se que o ambiente regulatório está em transição com o surgimento de novas leis e códigos que buscam eliminar estes fatores históricos os quais limitam o mercado de capitais das economias latino-americanas (ANDRADE; ROSSETI, 2014).

Comparado aos padrões mundiais, o ambiente corporativo brasileiro possui empresas de tamanho pequeno, com pouca expressão mundial (ANDRADE; ROSSETI, 2014). Por exemplo, em 2014, apenas 7 empresas brasileiras aparecem no *ranking* das 500 maiores empresas do mundo, elaborado pela revista Fortune. Além dito, as sociedades anônimas de capital fechado predominam em relação às de capital aberto, e as empresas privadas, em sua maioria, apresentam forte controle familiar ou estatal.

Assim como os países da américa-latina, o mercado de capitais brasileiro é marcado pela forte concentração de capital nas mãos de poucos acionistas, fato que gera uma alta concentração de poder. Além disto, ainda há extensa emissão de ações sem direito a voto, as chamadas ações preferenciais (PN), além da presença de esquemas piramidais de controle, ou seja, *holdings* que controlam empresas, o que contribuem ainda mais para esta concentração de poder (CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVEIRA, 2005, 2006)

Desta forma, neste cenário, devido ao problema da concentração acionária, conflitos de agência tipicamente se manifestam no desalinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. (ANDRADE; ROSSETI, 2014; CAIXE; KRAUTER, 2013). Este quadro, aliado à origem do sistema legal brasileiro, não propicia suficientemente a proteção a minoritários, tornando frágil as garantias ao investidor. Portanto, todos estes fatores, contribuem para a pouca expressão do mercado de capitais brasileiro.

Finalmente, alguns eventos incutiram certa pressão para a adoção e aperfeiçoamento de práticas de GC no Brasil, tais como: a forte interação transnacional entre mercados, a promulgação da Lei das SAs em 1976, o movimento de privatizações brasileiras nos anos 90, maior necessidade de aporte de capital estrangeiro, dentre outros. Tais eventos têm motivado atores de mercado, gestores e conselhos de acionistas a melhorar a condição do investidor, tornando o mercado brasileiro mais atrativo (ANDRADE; ROSSETI, 2014; KRAUTER et al., 2014; OLIVEIRA et al., 2004; SILVEIRA, 2005, 2006).

Desta maneira, destaca-se o surgimento de iniciativas como a Cartilha de Governança Corporativa criada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a criação doa Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela BM&FBOVESPA (OLIVEIRA et al., 2004).

Em 2002, a CVM publicou a Cartilha de Governança Corporativa cujo objetivo envolve orientar questões que influenciam a relação entre administradores, conselheiros, auditores e acionistas controladores e minoritários. Já o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em conjunto com entidades interessadas, como BM&F Bovespa, CVM e IBRACON (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil), desenvolveu o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Outra resposta à demanda por melhorias nos padrões de governança brasileiros foi criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, que deu início a presença do setor privado implementando reformas de governança no Brasil (ANDRADE; ROSSETI, 2014; CARVALHO, 2007). De acordo com (BM&FBOVESPA, 2015), a classificação em segmentos adequados a diferentes tipos de empresas é necessária para permitir melhor desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Estes segmentos especiais de listagem são o Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Os segmentos classificam as empresas de acordo com regras de GC e tem por objetivo assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas. Tal *disclosure* reduz o risco percebido, tornando as organizações proporcionalmente mais atrativas a investidores. Pode-se destacar que os critérios adotados para classificação das empresas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA transcendem as exigências impostas pela Lei das SAs sobre as companhias (BM&FBOVESPA, 2015)

O Novo Mercado representa o segmento de regras mais rígidas quanto práticas de GC. Ele foi criado em 2002 inspirado pelo *Neuer Market* alemão. Por se tratar de regras bastante restritivas, muitas empresas não teriam condições e atendê-las, de modo que segmentos menos exigentes foram estabelecidos; no caso os chamados Nível 1 e Nível 2. O segmento Tradicional representa aquelas empresas que não se submetem às exigências dos segmentos de GC. Os níveis Bovespa Mais e Bovespa Mais 2 foram criados em 2005 e 2014 respectivamente, com o intuito de atrair empresa de pequeno e médio porte para a bolsa, com condições melhores para oferta de ações, porém com algumas exigências de práticas de GC.

A segmentação em níveis diferenciados de GC desenvolvido pela BM&FBOVESPA funcionaria como um “selo de qualidade” atestando práticas de governança (CARVALHO, 2007). Tal processo de legitimação tem atraído pesquisas buscando investigar sua aplicabilidade, tanto no mercado nacional quanto no mercado internacional. Por conseguinte, destacam-se o surgimento de tentativas de se mensurar a qualidade da governança, a partir dado desenvolvimento de índices, muito dos quais que se baseiam nestas diretrizes fornecidas por órgãos de cada país.

3. ESTUDOS ANTERIORES SOBRE QUALIDADE DA GOVERNANÇA

3.1. Medidas de qualidade de governança

Dadas as exposições realizadas anteriormente, percebe-se a grande a diversidade de conceitos que se encontra na literatura sobre GC. Aspectos como estrutura de propriedade, fontes de financiamentos, tipologia dos conflitos de agência, diferenças entre o ambiente legal que as empresas pertencem, são alguns entre vários que afetam as concepções de GC (ANDRADE; ROSSETI, 2014).

Desta maneira, governança corporativa torna-se um constructo de difícil operacionalização, em função das diversas definições, fruto de diferenças em ambientes institucionais onde se manifesta (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Sendo assim, observam-se tentativas no sentido de investigar a qualidade da GC. Oliveira et al. (2004), por exemplo, analisaram a adoção dos conceitos e práticas de GC para empresas brasileiras do setor de celulose, de acordo com a orientação de três órgãos brasileiros: o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Comissão de Valore Mobiliários (CVM) e os níveis diferenciados de GC de acordo com a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA).

Ademais, de acordo com Leal (2007), houve um crescente número de trabalhos que passaram trabalhar com índices para medir a qualidade da GC. Na literatura internacional, podemos destacar Gompers, Ishii, Metrick (2003), construíram um índice utilizando 24 regras de GC baseadas nas disposições do *Investor Responsibility Research Center* (IRRC). Estas regras visam à proteção dos direitos de acionistas votantes. Neste caso, o nível de divisão de poderes dentro da firma entre os acionistas e diretores e a capacidade de influência destes acionistas sobre decisões corporativas dependerá das regras de governança.

Bebchuk, Cohen e Ferrel (2004) analisaram os mesmos vinte e quatro critérios de Gompers, Ishii, Metrick (2003), porém, com a crítica de que nem todos estes critérios seriam efetivos ou estariam correlacionadas ao valor da firma. Sendo assim, encontraram que seis destas provisões, sendo elas: a presença de Conselhos estratificados, limites aos acionistas para alterações estatutárias, *poison pills*, *golden parachutes* e a maioria extra de requisitos para aprovação de fusões e alterações contratuais; relacionavam-se negativamente com o valor da firma.

Já Bhagat e Bolton (2008) testaram várias medidas de governança para investigar sua relação com desempenho. Uma de suas principais contribuições é o fato de terem se utilizado de sete medidas de governança. Além da utilização dos índices de Gompers, Ishii, Metrick (2003) e Bebchuk, Cohen e Ferrel (2004) eles se utilizaram de medidas únicas para mensuração do nível de GC, como o número de conselheiros independentes, o valor das ações em posse dos diretores, a porcentagem destas ações, e a separação entre CEO e *Chair*.

Bhagat e Bolton (2008), desta maneira, levantam a questão de uma medida única (por exemplo, uma característica do Conselho) ser tão representativa na mensuração da GC quanto um índice. Eles justificam esse questionamento dizendo que membros do Conselho com uma maior proporção acionária podem ter os devidos incentivos em exercer monitoramento efetivo, sendo assim uma boa *proxy* para governança.

Conforme visto, no Brasil, o mercado acionário é menos desenvolvido em comparação a mercados mais robustos em países desenvolvidos, diferindo principalmente em relação à concentração acionária em empresas listadas. Isto faz com que muitos dos códigos e índices desenvolvidos internacionalmente para mensurar a GC possuam características não aplicáveis ao contexto brasileiro (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011). Assim, podemos destacar, na literatura nacional, o desenvolvimento de três índices, mapeados aqui pelo presente trabalho.

Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) desenvolveram um índice, denominado CGI (*Corporate Governance Index*), com a finalidade de servir como medida ampla de qualidade de GC, uma vez que reflete diferentes atributos.

O índice foi construído através de dados coletados por um questionário, respondido objetivamente partir das informações publicadas pelas empresas que não são necessariamente legalmente requisitados, mas que, segundo eles, são considerados como práticas boas de GC por padrões internacionais.

Ele foi constituído de 15 perguntas, com respostas binárias (0 ou 1), cujo valor final é a soma de todas as respostas. As perguntas refletiam de quatro aspectos da GC: composição do *board*, funcionamento da estrutura de propriedade e controle, direitos dos acionistas e transparência. Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) determinaram o número de itens a serem atendidos de uma maneira que não fosse nem pequeno, que não captasse a natureza multivariada da GC e nem muito extenso, de maneira que resultasse em dificuldades para buscar os dados.

Os resultados dos scores do índice apontaram que, para o período estudado por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) menos de 4% das firmas brasileiras possuem “boas” práticas de GC” e que as firmas com maiores níveis de GC tinham um desempenho (retorno sobre o ativo) significativamente superior.

Posteriormente, Leal e Carvalhal-da-Silva (2007)expandiram o índice desenvolvido em Silva e Leal (2005), a partir de um conjunto de 24 questões, abrangendo os mesmos aspectos já citados, e que foram objetivamente respondidas a partir de informações divulgadas publicamente pelas empresas. Eles realizaram a análise para o período de 1998 a 2002.

Os resultados demonstraram que os níveis CGI melhoraram no Brasil, ao longo do período estudado. Dentre os vários aspectos que o CGI cobre, encontrou-se que as empresas brasileiras possuem desempenho maior em questão de *disclosure* comparativamente a outros aspectos de GC. Ademais, os resultados do índice refletiram níveis muito elevados de concentração de direitos de votação, fator alavancado pela utilização de estruturas de controle indiretos e sem direito a voto.

Silveira, Barros e Famá (2004) com o objetivo de investigar os determinantes do nível de GC das companhias abertas brasileiras, e considerando que empresas inseridas no mesmo ambiente contratual podem apresentar diferentes níveis de GC, desenvolveu um índice de governança, denominado IGOV.

O IGOV foi constituído de 20 perguntas binarias e objetivas, também respondidas objetivamente por divulgações públicas. O índice contempla as recomendações sobre melhores práticas de GC do IBGC e da CVM. O trabalho considerou quatro dimensões julgadas importantes pela literatura para avaliação da qualidade da GC, sendo elas: acesso às informações, conteúdo das informações, estrutura do Conselho de Administração, e estrutura de propriedade e controle

Para validar o índice, o autor regrediu os resultados do índice com outras variáveis características dos quatro aspectos envolvidos no índice. Os resultados dessa validação sugerem que a estrutura de propriedade influencia o nível de GC negativamente. Além disto, empresas maiores, que emitem ADRs e apresentaram, em média, melhor nível de governança corporativa. Ainda, a adesão aos NDGC não pareceu influenciar o nível de governança das empresas dado pelo IGOV.

Ainda no cenário brasileiro, levando em consideração diferentes aspectos de governança adaptado ao contexto das empresas nacionais, Correia, Amaral e Louvet (2011) investigaram a qualidade de GC. Assim, os autores desenvolveram um índice que visa mensurar a eficiência dos mecanismos de controle para redução dos problemas de agência dentro das particularidades apontadas para o mercado brasileiro.

Para a composição do índice proposto por Correia, Amaral e Louvet (2011), foram consideradas cinco dimensões de acordo com a literatura revisada pelos autores: a composição do Conselho da Administração, a estrutura de propriedade e controle, as modalidades de

incentivos aos administradores, mecanismos de proteção aos acionistas minoritários e transparência das informações públicas. Este índice foi dominado pelas dimensões "transparência das informações publicadas" e "proteção aos acionistas minoritários", sendo estas dimensões as que mais se destacam na diferenciação entre as empresas analisadas sobre a qualidade de governança no Brasil.

Além disto, com a finalidade de validação do índice por eles desenvolvidos, Correia, Amaral e Louvet (2011) confrontaram-no com medidas de desempenho. Os resultados indicaram relação positiva entre o índice e o valor da empresa, além de uma relação inversa entre a taxa de retorno ajustada ao risco e a qualidade de governança. Assim, os autores concluíram que, ao encontrarem associação positiva entre o nível de governança e o desempenho financeiro da empresa, é provável que investidores captem este e efeito e que as empresas com maior qualidade de governança são menos arriscadas, o que atraí seu investimento, destacando, portanto, a importância da associação da qualidade de GC com o desempenho.

3.2. Governança Corporativa e Desempenho

A discussão sobre GC parte da hipótese de que melhores práticas podem afetar o desempenho das companhias (SILVEIRA, 2010b). Por isso, é frequente na literatura sobre GC, trabalhos que investigam a relação entre governança e desempenho, e que buscam também validar medidas de GC através desta relação. Tais estudos diferem quanto às abordagens para a mensuração dos constructos envolvidos, além de utilizarem diferentes métodos para analisar a relação entre eles.

Por exemplo, Bhagat e Bolton (2008) verificam que *proxys* para GC – tais como a propriedade de ações pelo *board* e a separação CEO-*Chair* – são positivamente correlacionadas com o desempenho operacional (retorno operacional), enquanto que a independência do *board* é negativamente correlacionada. Também, foi encontrado que nenhuma das medidas de GC utilizadas é correlacionada com a performance futura do mercado de ações. Sendo assim, para os autores, os esforços para melhorar a GC deveriam focar a propriedade de ações dos membros do conselho - uma vez que está positivamente relacionada com tanto futuro operacional desempenho, e à probabilidade do volume de negócios de gestão disciplinar em empresas com baixo desempenho.

Por outro lado, trabalhos como Mir e Seboui (2008) e García-Castro, Aguilera e Ariño (2013) fazem parte de uma linha de pesquisa que estudaram a influência de várias práticas de GC no desempenho. Os resultados de Mir e Seboui, (2008) indicaram que essa divergências entre o *Economic Value Added* (EVA) e o *Created Shareholder Value* (CSV) são explicada pelas características de GC. Já García-Castro, Aguilera e Ariño (2013) não conseguem captar efeito de nenhuma destas práticas sobre o Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Klapper e Love (2004) investigaram práticas de governança, mas em países emergentes, os quais tipicamente lidam com ambientes institucionais mais frágeis e baixo nível de *enforcement* em contratos e regulações. Quando investigadas as relações com desempenho, uma 'boa' GC é positivamente correlacionada com a avaliação de mercado (Q de Tobin) e com o retorno operacional (ROA) e, notadamente, esta relação é mais forte em países com sistemas legais mais fracos.

Caixe e Krauter (2013) investigaram a relação entre a medida de concentração de propriedade, um dos atributos da GC brasileira, e o valor da empresa. A priori, a concentração de propriedade impacta positivamente o valor de mercado, devido ao monitoramento da gestão realizado pelo acionista controlador, porém, a partir de um ponto ótimo, essa concentração indica maior risco de expropriação de riqueza por partes dos minoritários. Assim, os resultados convergem com aqueles indicados por Bhagat e Bolton (2008), na medida em que um único aspecto ligado a GC, como a propriedade de ações dos membros do conselho tem relação com o valor empresa.

Quanto à linha de investigação que utiliza índices de GC, pode-se destacar o trabalho de Silveira, Barros e Famá (2006) que observou uma relação positiva entre o índice de GC desenvolvido por Silveira, Barros e Famá (2004) e o valor da firma, através do Q de Tobin e o múltiplo *Price-to-book value*. O modelo com equações simultâneas utilizado por eles conseguiu captar uma relação de reciprocidade entre GC e valor da empresa, ou seja, ambas se afetam mutuamente.

Correia, Amaral e Louvet (2011) desenvolveram seu índice de qualidade de governança e confrontaram-no com indicadores de desempenho financeiro. A relação encontrada com o Q de Tobin foi positiva, indicando que as empresas com melhor qualidade de governança são melhor avaliadas pelo mercado. No entanto, a relação encontrada entre GC e a taxa de juros ajustadas ao nível de risco das ações é negativa, inferindo-se que empresas com melhores práticas de governança apresentam menos risco e, portanto, trazem mais incentivos aos investidores.

Todavia, Bhagat, Bolton e Romano (2008) criticam a utilização de índices para medir GC, uma vez que os resultados de seu trabalho indicaram que não há nenhuma relação consistente entre indicadores de governança e desempenho corporativo. Eles apontaram diversos problemas metodológicos na construção dos índices, e assim, concluíram que os índices de governança são instrumentos imperfeitos para direcionar a tomada de decisão dos investidores.

Por sua vez, outros trabalhos se utilizam muitas vezes, da classificação da BM&FBovespa, em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa como *proxy* para a qualidade de governança. Dalmácio, Lopes e Rezende (2010) investigou a influência da adoção de práticas diferenciadas de GC (através da listagem em NDGC da BM&FBovespa) sobre a acurácia das previsões de analistas de investimento do mercado brasileiro. Os resultados encontrados mostraram que há evidencias de uma relação positiva entre governança corporativa e a acurácia das previsões.

Silveira e Dias Júnior (2010) foram ao contrário de outros trabalhos, investigando a relação entre más práticas de GC e seu impacto nos preços das ações. Eles avaliaram 24 casos de empresas que anunciaram problemas de governança, que, confirmaram a hipótese de que esses anúncios constituem uma *proxy* relevante para a presença de custos de agência, e que levam a uma maior percepção de risco pelos investidores, e, consequentemente, à queda os preços.

Carvalho e Pennacchi (2012) e Rogers, Securato e Ribeiro (2008) também foram trabalhos que utilizaram as classificações em NDGC da BM&FBovespa. Para Carvalho e Pennacchi (2012) a migração de uma empresa traz retornos anormais positivos para seus acionistas, além de que, a migração também levou a um aumento significativo do volume de negociação de ações sem direito a voto. Enquanto isto, Rogers, Securato e Ribeiro (2008) encontraram que empresas com melhores práticas de GC tem um menor custo de capital e menores retornos sobre o investimento, porém evidenciaram uma destruição de valor (o custo de capital foi maior do que o retorno do investimento), embora nas empresas com menor nível de GC, esta destruição de valor foi menor.

Assim, apesar da vasta literatura que confirmaram a relação positiva entre GC e desempenho, ainda há resultados controversos, sendo eles com índices ou mesmo considerando outras medidas, que não encontraram relações entre governança e desempenho.

Aguiar, Corrar e Batistella(2004) e Camargos e Barbosa (2010) analisaram o efeito das adesões aos NDGC sobre variáveis de preços e liquidez acionária. Os resultados de Aguiar, Corrar e Batistella(2004) mostraram que que as a adesão ao Nível 1 não apresentou mudanças

significativas sobre a quantidade, o volume médio (R$) e o preço médio de ações negociadas, uma vez que as empresas analisadas já apresentavam práticas diferenciadas de governança corporativa. Por sua vez, Camargos e Barbosa (2010)encontraram um aumento na liquidez das ações, porém, a adesão aos NDGC não proporcionou um aumento dos retornos anormais, consequentemente, não resultando em benefícios esperados que contribuem para a criação de riqueza para os acionistas.

Macedo e Corrar (2012) não encontraram diferenças em termos de desempenho contábil-financeiro de empresas, adotem elas ou não as chamadas boas práticas de GC. O critério para segregação destes dois grupos foi a adesão ao Novo Mercado. Desta maneira, os resultados encontrados sustentam apenas parcialmente a afirmação de desempenhos financeiros superiores para melhores práticas GC.

Conforme observado, e de acordo com (SILVEIRA, 2010a), diversos estudos tem lançados dúvidas sobre os resultados de pesquisas anteriores, bem como sobre a validade dos índices e medidas de governança, assim como o efeito da GC também ainda não é um consenso de pesquisadores da área.

Uma das possíveis causas seria a dificuldade em se especificar modelos com fundamentação teórica suficiente para a definição do construto GC, como também é verificada uma carência de fundamentação teórica sobre temas-chave com sua relação com o desempenho (LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007; SAITO; SILVEIRA, 2008).

Por conseguinte, indica-se que ainda há espaço para pesquisas que investiguem medidas de qualidade de GC, bem como que avaliem comparativamente essas diferentes medidas e sua relação com desempenho. Dessa maneira, o presente trabalho faz o questionamento: qual medida é mais eficiente em avaliar o nível de GC das empresas?

Portanto, baseando-se em trabalhos como Correia, Amaral e Louvet (2011) e , Bhagat, Bolton e Romano (2008), destaca-se o objetivo principal deste estudo, que é, através do teste de hipóteses, verificar comparativamente a eficiência de duas medidas de governança: o índice mais recente da literatura brasileira, desenvolvido por Correia, Amaral e Louvet (2011), e a medida disponível e a classificação desenvolvida por um órgão de mercado: os NDGC da BM&FBovespa. A fim de verificar a eficiência destas diferentes medidas, o trabalho propões seu objetivo secundário: averiguar se, de fato, há relação entre as medidas de governança corporativa e desempenho dos retornos das ações.

3.3. Hipótese Central

O presente estudo pretende verificar comparativamente a eficiência de duas medidas de governança. Com base na literatura, parece não haver estudos conclusivos que compararam medidas de qualidade de GC para o mercado brasileiro. Como já mencionado, uma das causas da ausência de consenso estaria em problemas de validade e especificação de construtos, ou seja, as variáveis empregas não conseguiriam capturar a contento nem a qualidade da GC praticada, tampouco o desempenho das organizações decorrentes da qualidade das práticas de GC.

Práticas de GC surgem a partir de custos de agência que infectam relações contratuais ambientadas na relação entre acionistas de gestores. Ou seja, relações de agência nascidas a partir da separação entre propriedade e controle demandariam mecanismos de alinhamento com base em monitoramento e incentivos. No caso desta pesquisa, o foco se estabelece sobre problemas de monitoramento e respostas propostas na discussão de práticas de GC.

Desta maneira, assumindo a GC como mecanismos de redução de conflitos de agência, espera-se que firmas adotando melhores práticas de GC potencializem sua capacidade de controle e alinhamento de interesses entre gestores, acionistas e demais *stakeholders*. Tais firmas apresentariam melhor eficiência nas escolhas feitas o que, consequentemente, melhoraria sua relação com seus diversos *stakeholders* e, consequentemente, aumentaria a valorização de suas ações no mercado, verificada pelos retornos de suas ações (CAMARGOS; BARBOSA, 2010). Em suma, a hipótese central do trabalho é que, mensurando a qualidade da GC através de uma medida complexa e que capte seus diferentes aspectos, captaria melhor uma possível relação de causalidade, onde um maior nível de qualidade em termos de práticas de GC resultariam em um melhor nível de desempenho das ações das empresas analisadas. Sendo assim:

> H_1: Uma medida complexa de governança corporativa tem maior poder explicativo sobre os retornos das ações do que a medida desenvolvida pelo mercado de ações.

O estudo ainda considera deficiências apontadas na literatura com relação à operacionalização de variáveis representando a GC, assim, através do teste de hipótese, visando captar a associação entre GC e desempenho. Considerando a necessidade de mensurar mais adequadamente a qualidade da GC praticada, a presente pesquisa pretende adotar o índice de

GC desenvolvido por Correia, Amaral e Louvet (2011), como *proxy* para uma medida complexa de GC. Este índice considera cinco atributos chave, quais sejam: características do Conselho de Administração, estrutura de propriedade, incentivos, proteção aos minoritários e transparência.

Com base em atributos observáveis das empresas, as mesmas serão ordenadas de acordo com ente índice. A segunda *proxy* de qualidade de GC utilizada trata-se da listagem das ações em Níveis Diferenciados de Governança corporativa, desenvolvida pela BM&FBovespa.

Com a finalidade de operacionalizar o teste da hipótese proposta, em relação ao desempenho, adotou-se retornos das ações como proxy para este construto, seguindo-se com uma análise de dados em painel.

4. METODOLOGIA

4.1. Dados e amostra

As fontes principais para a coleta de dados foram a base Economática, em conjunto com informações fornecidas pelo Formulário de Referência, (publicação anual pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM). Foi necessária também a consulta no Estatuto Social das empresas, publicado pela CVM e contato direto com a BM&FBovespa para envio de informações de mercado retroativas ao ano atual. As unidades selecionadas para o estudo foram empresas abertas, brasileiras, listadas na BM&FBOVESPA, observadas por um período de seis anos.

Coletados os dados, primeiramente, excluíram-se empresas que não possuíam observações suficientes para cálculo do Índice de Qualidade de Governança. Após este primeiro filtro, realizou-se novamente uma exclusão de empresas, desta vez, as quais não apresentaram observações sobre o preço de fechamento de suas ações.

Desta forma, para a consecução do estudo, chegou-se em uma amostra final de 124 empresas, com observações para os anos de 2010 a 2015, caracterizando-se uma amostra não-probabilística e definida por conveniência.

4.2. Variáveis selecionadas

Com o objetivo de chegar ao teste de hipóteses proposto nesta pesquisa, para representar a medida complexa de qualidade de governança, optou-se pela replicação do índice proposto por Correia, Amaral e Louvet (2011).

O índice baseia-se em cinco aspectos que, segundo os autores, as literaturas nacional e internacional ditam ser relevantes à mensuração da eficiência dos mecanismos de GC, sendo eles o conselho de administração, estrutura de propriedade, remuneração dos administradores, proteção aos minoritários e transparência.

O índice calculado por Correia, Amaral e Louvet (2011) é composto por 19 variáveis, em sua maioria, coletadas do relatório de Informações Anuais (IAN), divulgado pela CVM.

Todavia, a Instrução CVM 480/09 substituiu este relatório por uma outra publicação, o Formulário de Referência. Embora contenham conteúdo semelhante, as informações requeridas para o cálculo do índice não foram em sua integridade encontradas no Formulário de Referência. Além disto, outras, precisaram de análise mais profunda do relatório ou até mesmo a utilização em conjunto com outros relatórios para serem encontradas ou calculadas.

Assim, foi necessário realizar algumas adaptações. Foram excluídas duas variáveis. Primeiramente, o Formulário de Referência não divulga informação sobre os investidores institucionais, sendo esta a variável que reflete a porcentagem do capital total mantida por investidores institucionais, assim, excluída inicialmente. Em segundo lugar, a informação de sobre a o valor da remuneração anual total paga a todos os administradores, que deve estar contida no relatório, não pode ser acessada através da compilação de relatórios da CVM. O índice calculado neste trabalho, atualizado, portanto, foi constituído por 17 variáveis, estas descritas na Tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis para construção do Índice de Qualidade de Governança

Classe do indicador	Variável	Descrição
Conselho de Administração	INDEP	Porcentagem de administradores independentes no Conselho de Administração, sem vínculo aparente com a companhia ou com os seus controladores.
	SEPAR	Variável dicotômica, sendo (1) quando as funções de CEO e presidente do conselho são exercidas por pessoas diferentes e (0) em caso contrário.
	TAM_CA	Número total de membros do Conselho de Administração.
Estrutura de Propriedade	AC_1	Porcentagem do capital total mantida pelo maior acionista.
	AC_2a5	Porcentagem do capital total mantidas do segundo ao quinto maior acionista
	CV_CT	Diferença entre a porcentagem do capital votante mantida pelo maior acionista e a porcentagem do capital total que a ele pertence.
Remuneração	REM_TO	Valor absoluto da remuneração total paga aos administradores, incluindo participação nos lucros.
	PART_LUCR	Variável dicotômica, sendo (1) quando a companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros da companhia e (0) em caso contrário.
	PLAN_OP	Variável dicotômica, sendo (1) quando a companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra de ações; e (0) em caso contrário.
Proteção aos minoritários	ADR	Variável dicotômica, sendo (1) quando a companhia mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3 em uma bolsa norte-americana; e (0) em caso contrário.
	DIR_VT	Variável dicotômica, sendo (1) quando o estatuto da companhia concede às ações preferenciais o direito de voto, seja pleno ou restrito a matérias especiais; e (0) em caso contrário.

	DIR_EC	Variável dicotômica, sendo (1) quando o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger um ou mais membros do Conselho de Administração, sem a necessidade de atender às condições de quórum mínimo e de lista tríplice elaborada pelo controlador; e (0) em caso contrário.
	PRC	Variável dicotômica, sendo (1) quando as ações preferenciais têm prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia; e (0) em caso contrário.
Transparência	TRANSP1	Suavização dos lucros operacionais publicados mediante à alteração de componentes contábeis.
	TRANSP2	Suavização e correlação entre a variação m itens contábeis e a variação nos fluxos de caixa operacionais.
	TRANSP3	Magnitude dos componentes contábeis.
	TRANSP4	Resíduo quadrado da regressão do retorno de mercado das ações sobrea receita operacional liquida.

Fonte: elaborado pelo autor

Para calcular o índice geral, denominado Índice de Qualidade de Governança (IQG), Correia, Amaral e Louvet (2011) utilizaram a abordagem sugerida por Nagar e Basu (2002), baseada na Análise de Componentes Principais (PCA).

Para Nagar e Basu (2002) a utilização de uma média aritmética simples sem ponderação alguma, para a construção de indicadores sociais, trata-se de um procedimento não apropriado, assim como também a utilização de pesos arbitrários para esta ponderação. Desta forma, propuseram uma metodologia que se constitui de uma média ponderada de componentes, obtidos através da PCA, cujo o peso encontrado para ponderação decorre das variâncias dos componentes.

O método PCA utiliza-se de uma transformação ortogonal para substituir um conjunto de variáveis por um número menor ou igual de seus componentes principais, de maneira que toda a variação das variáveis principais é explicada por estes componentes principais.

Dada uma matriz com K indicadores (ou variáveis), e com N observações, a primeira etapa é normalizar os indicadores, aplicando a cada observação, a subtração da média e sua divisão pelo desvio padrão. Assim, tira-se o viés da ponderação ser realizada em base da unidade de medida dos dados e não na diferença entre eles (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & \cdots & X_{K1} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{N1} & \cdots & X_{KN} \end{bmatrix}$$

$$X_k = \frac{X_k - \bar{X}_k}{\sigma_{x_k}} \qquad K = 1,2, \dots N \tag{1}$$

Desta maneira, a correlação entre os indicadores não é afetada por esta transformação de escala (NAGAR; BASU, 2002). A segunda etapa, então, trata-se de obter a matriz R de correlação entre as variáveis, de ordem K × K.

O terceiro passo é encontrar os autovalores λ, resolvendo para:

$$|R - \lambda I\ | = 0$$

E após encontrar os autovetores α, correspondentes a cada λ, através da resolução de:

$$|R - \lambda I\ |\alpha = 0$$

Sujeito à $\alpha'\alpha = 1$

Sendo assim, obtemos os vetores α:

$$\alpha_1 = \begin{bmatrix} \alpha_{11} \\ \vdots \\ \alpha_{1k} \end{bmatrix} \quad , \dots , \alpha_k = \begin{bmatrix} \alpha_{k1} \\ \vdots \\ \alpha_{kk} \end{bmatrix}$$

E temos a obtenção dos componentes principais:

$$\begin{aligned} PC_1 &= \alpha_{11}X_1 + \alpha_{12}X_2 + \Lambda\Lambda\Lambda + \alpha_{1K}X_k \\ PC_2 &= \alpha_{21}X_2 + \alpha_{22}X_2 + \Lambda\Lambda\Lambda + \alpha_{2K}X_k \\ &\vdots \\ PC_K &= \alpha_{K1}X_1 + \alpha_{K2}X_{12} + \Lambda\Lambda\Lambda + \alpha_{KK}X_k \end{aligned} \tag{2}$$

Por fim, o índice de qualidade de governança é calculado pela média ponderada dos componentes principais dos K indicadores selecionados, sendo que essa ponderação é realizada pelos autovalores da matriz de correlação.

$$IQG = \frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \cdots + \lambda_k PC_k}{(\lambda_1 + \lambda_2 + \cdots + \lambda_k)} \tag{3}$$

Ao rearranjar a equação (3) conforme as equações (1) e (2), observam-se os pesos de cada variável que compõe o índice.

$$IQG = \lambda_1(\alpha_{11}X_1 + \cdots + \alpha_{1K}X_k) + \cdots + \lambda_1(\alpha_{K1}X_1 + \cdots + \alpha_{KK}X_K) \times \frac{1}{\sum_{j=1}^{k} \lambda_j} \tag{4}$$

$$IQG = \left\{\lambda_1 \left[\alpha_{11}\left(\frac{X_1-\overline{X_1}}{\sigma_1}\right) + \cdots + \alpha_{1K}\left(\frac{X_K-\overline{X_K}}{\sigma_K}\right)\right] + \cdots + \lambda_1 \left[\alpha_{K1}\left(\frac{X_1-\overline{X_1}}{\sigma_1}\right) + \cdots + \alpha_{KK}\left(\frac{X_K-\overline{X_K}}{\sigma_K}\right)\right]\right\} \times \frac{1}{\sum_{j=1}^{k}\lambda_j} \quad (5)$$

$$IQG = \gamma + \left[-\overline{X}_1\left(\frac{\lambda_1\alpha_{11}+\cdots+\lambda_K\alpha_{K1}}{\sigma_1}\right) - \cdots - \overline{X}_K\left(\frac{\lambda_1\alpha_{1K}+\cdots+\lambda_K\alpha_{KK}}{(\lambda_1+\cdots+\lambda_K)}\right)\right] \times \frac{1}{\sum_{j=1}^{k}\lambda_j} + \left[X_1\left(\frac{\lambda_1\alpha_{11}+\cdots+\lambda_K\alpha_{K1}}{\sigma_1}\right) + \cdots + X_K\left(\frac{\lambda_1\alpha_{1K}+\cdots+\lambda_K\alpha_{KK}}{(\lambda_1+\cdots+\lambda_K)}\right)\right] \times \frac{1}{\sum_{j=1}^{k}\lambda_j} \quad (6)$$

$$IQG = \gamma + \left[\frac{1}{\sigma_1}\left(\frac{\lambda_1\alpha_{11}+\cdots+\lambda_K\alpha_{K1}}{(\lambda_1+\cdots+\lambda_K)}\right)\right] X_1 + \cdots + \left[\frac{1}{\sigma_K}\left(\frac{\lambda_1\alpha_{1K}+\cdots+\lambda_K\alpha_{KK}}{(\lambda_1+\cdots+\lambda_K)}\right)\right] X_1 \quad (7)$$

A operacionalização do PCA foi realizada no *software* Stata®, que fornece como *outputs* os autovetores e autovalores. Em seguida, substituíram-se seus valores na equação rearranjada (7). Assim, foram calculados os pesos de cada variável e aplicados para cada observação, resultando então no escore do IQG para cada empresa, para cada ano.

Calculado o índice, padronizaram-se os valores do IQG numa escala entre 0 e 1, que vai do menor nível de governança ao maior nível.

$$IQG\ padronizado = \left[\frac{IQG_i - IQG_{min}}{IQG_{max} - IQG_{min}}\right]$$

A segunda medida de qualidade de governança utilizada pelo trabalho trata-se da classificação em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, realizada e divulgada pela BM&FBovespa. (NDGC). A listagem das empresas em cada um destes níveis segue alguns critérios, listados resumidamente no Quadro 1. Por se tratar de variável qualitativa, foram incluídos na análise como variáveis *dummy*.

Quadro 1 - Critério para classificação nos NDGC da BM&FBovespa

	Novo Mercado	**Nível 2**	**Nível 1**	**Básico**
Ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)

Percentual mínimo de ações em circulação (*free float*)	25%	25%	25%	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Não há regra
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra
Obrigação do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	Não há regra
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Concessão de *Tag Along*	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA

Uma vez apresentadas as variáveis que serviram como proxy para o construto qualidade da GC, com a finalidade de investigar quais destas medidas melhor explicariam o desempenho de mercado das ações, foi utilizado o retorno acumulado anual das ações de cada empresa. Além disto, foram utilizadas variáveis de controle.

As variáveis de controle são utilizadas para tentar neutralizar efeitos não capturados pelo modelo analisado, e que podem ter influência sobre a variável dependente (TARIQ; ABBAS, 2013). Desta forma, como controles para os modelos a serem estimados, optou-se por utilizar as mesmas medidas vistas para modelo de Correia, Amaral e Louvet (2011), e que podem refletir fatores que afetam os retornos das ações.

Portanto, foram utilizadas neste trabalho, todas as variáveis descritas resumidamente na Tabela 2, como uma as *proxies* para os construtos de GC, desempenho, assim como demais variáveis de controle.

Tabela 2 - Resumo de todas as variáveis utilizadas

Variável	Símbolo	*Proxy* para	Operacionalização
Variáveis dependentes			
Retorno anual acumulado das ações	RET	Desempenho de mercado	Logaritmo neperiano da relação entre o preço da ação em *t* e em *t-1*
Variáveis independentes			
Índice de Qualidade de Governança	IQC	Governança Corporativa	Índice desenvolvido por Correia, Amaral e Louvet (2011) e operacionalizado por PCA.
Dummy N1	N1	Governança Corporativa	Variável dicotômica, sendo (1) quando a companhia é listada no Nível 1 dos NDGC e (0) em caso contrário.
Dummy N2	N2	Governança Corporativa	Variável dicotômica, sendo (1) quando a companhia é listada no Nível 2 dos NDGC e (0) em caso contrário.
Dummy NM	NM	Governança Corporativa	Variável dicotômica, sendo (1) quando a companhia é listada no Novo Mercado dos NDGC e (0) em caso contrário.
Variáveis de controle			
Beta	beta		Risco sistemático de cada empresa, calculado pelo Economática.
Book-to-market	booktm		Logaritmo neperiano da razão do índice valor patrimonial por ação pelo preço da ação

Tamanho da empresa	tam	Logaritmo neperiano da multiplicação do preço de fechamento da ação no ano *t* pela quantidade de ações da empresa em circulação
Liquidez em bolsa	liqbol	Volume relativo de negociações com a ação, calculado pelo Economática.
Dividend Yield	divyld	Razão entre entre o dividendo pago por ação no ano anterior e o preço da ação no final do exercício social.

Fonte: elaborado pelo autor

4.3. Modelo com dados em painel

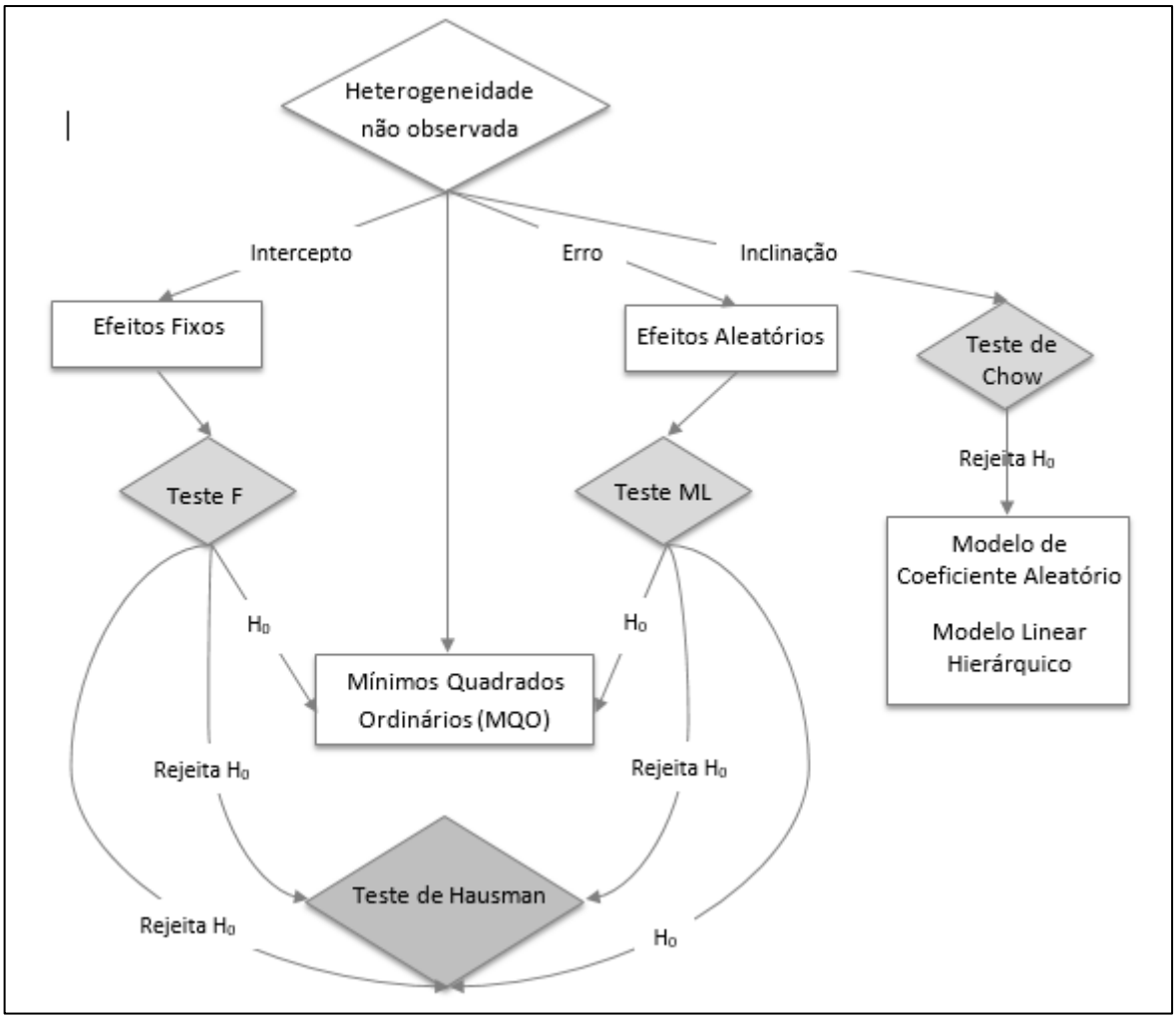
O modelo geral estimado possui como variável dependente a medida de retorno das ações, e como variáveis independentes ou explicativas, as medidas de governança, em conjunto com demais controles. Assim, os modelos finais para estimação foram:

$$RET = \beta_0 + \beta_1 IQG_{it} + \beta_2 Beta_{it} + \beta_3 Booktm_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_5 Liqbol_{it} + \beta_6 Divyld_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$RET = \beta_0 + \beta_1 N1_{it} + \beta_2 N2_{it} + \beta_3 NM_{it} + \beta_4 Booktm_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Liqbol_{it} + \beta_7 Divyld_{it} + \varepsilon$$

Por tratar-se de dados em painel, faz-se presente a escolha de estimação entre efeitos fixos ou aleatórios. O presente trabalho utilizou como base o modelo de escolha para estimação em dados em painel de Park (2011), resumido pela Figura 1.

Figura 1 - Processo de modelagem para dados em painel



Fonte: Park (2011)

Park (2011) recomenda, inicialmente, uma reflexão sobre a possível fonte da heterogeneidade das observações - *cross-sectional* ou temporal - para assim determinar se existem efeitos individuais de grupo ou de tempo. Se a heterogeneidade individual é capturada pelos erros, e o efeito individual (de grupo ou tempo) não é correlacionado com algum dos indivíduos, sugere-se uma estimação por efeitos aleatórios. Se a heterogeneidade pode ser ligada aos interceptos, e o efeito individual pode ser correlacionado com algum dos indivíduos, recomenda-se a estimação por efeitos fixos.

Assim, Park (2011) sugere a condução de testes formais a fim de investigar os efeitos individuais de grupo e de tempo. A análise do teste F, ou também chamado como F de Chow, sugere o modelo mais adequado entre mínimos quadrados agrupados (POLS) e efeitos fixos. Este teste tem como hipótese nula que todos os efeitos individuais das empresas, no caso, sejam

iguais a zero (FÁVERO, 2015). Assim, a rejeição da hipótese nula sugere que os interceptos são diferentes para todos os indivíduos, e assim, seria mais adequado uma estimação por efeitos fixos.

Já o teste do Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan permite verificar se não existem diferenças significativas entre indivíduos, ou seja, rejeitar ou não a hipótese nula de que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é nula. Com base nos resultados destes testes, podemos indicar se o painel será melhor estimado por POLS, ou efeitos aleatórios (FÁVERO, 2015; PARK, 2011).

Em uma segunda etapa, recomenda-se o teste de Hausman, que verifica a consistência de um estimador em relação a outro. No caso, a hipótese nula é de que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado. Rejeitando-se a hipótese nula, tem-se que a melhor escolha seria a estimação de efeitos fixos (FÁVERO, 2015; PARK, 2011).

Portanto, para estimação do modelo proposto nesse trabalho, seguiu-se as estimações propostas de acordo com o fluxo do Park (2011), cujos resultados são apresentados, na próxima sessão.

5. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Na Tabela 3, são apresentados os resultados do cálculo do IQG, com os pesos que multiplicaram cada indicador para chegar-se ao índice. Os resultados dos pesos indicam que as dimensões de proteção aos minoritários, transparência e incentivos, juntas são responsáveis por mais de 86% da ponderação do índice, vindo nesta ordem de importância.

Embora tenha-se excluído duas variáveis do índice nas dimensões de propriedade e de incentivos, os pesos obtidos na ponderação são comparáveis com os encontrados por Correia, Amaral e Louvet, que encontrou a maior parte do índice explicado por estas três dimensões também.

Tabela 3 - Pesos para ponderação de variáveis constituintes do IQG

Dimensões	Indicadores	Pesos dos Indicadores	Pesos das dimensões
Conselho	INDEP	2.38%	12.86%
	SEPAR	9.70%	
	TAM_CA	0.78%	
Propriedade	AC_1	0.00%	0.35%
	AC_2a5	0.00%	
	CV_CT	0.35%	
Incentivos	REM_TO	0.08%	22.09%
	PART_LUCR	11.00%	
	PLAN_OP	11.00%	
Proteção dos minoritários	ADR	18.41%	32.37%
	DIR_VT	3.18%	
	DIR_EC	2.88%	
	PRC	7.90%	
Transparência	TRANSP1	9.77%	32.32%
	TRANSP2	21.95%	
	TRANSP3	0.35%	
	TRANSP4	0.25%	

Fonte: elaborado pelo autor

A média do IQG foi 0,3104 e o desvio-padrão 0,1503, lembrando que ele é uma variável padronizada que tem como valor máximo 1 e mínimo 0. Na Tabela 4 são apresentadas algumas outras estatísticas descritivas desta variável, assim como de todas as variáveis utilizadas este trabalho.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis

Variáveis	Nº obs.	Méd	Err. pad.	Min.	Máx.	Var.	Ass.	Curt.	p25	p50	p75
IQG	744	0,31	0,15	0,00	1,00	0,02	1,63	6,52	0,20	0,27	0,37
N1	744	0,12	0,33	0,00	1,00	0,11	2,31	6,32	0,00	0,00	0,00
N2	744	0,04	0,21	0,00	1,00	0,04	4,43	20,59	0,00	0,00	0,00
NM	744	0,47	0,50	0,00	1,00	0,25	0,14	1,02	0,00	0,00	1,00
RET	708	-0,09	0,50	-3,42	1,80	0,25	-1,42	9,74	-0,31	-0,04	0,20
beta	576	0,57	0,73	-2,59	3,83	0,53	0,38	5,83	0,11	0,52	0,96
booktm	631	0,87	1,74	-10,00	10,00	3,02	-1,60	23,35	0,35	0,67	1,25
tam	724	14,60	2,13	7,63	25,96	4,53	0,04	4,48	13,40	14,80	15,76
liqbol	744	0,18	0,39	0,00	3,49	0,15	4,01	24,42	0,00	0,01	0,17
divyld	697	0,06	0,33	0,00	8,07	0,11	21,26	504,70	0,00	0,02	0,05

Fonte: elaborado pelo autor

A variável dependente, o retorno médio das ações, apresentou uma média negativa (-9%), sendo que mais 50% das observações, apresentaram retornos negativos também. Quanto às *proxies* para GC, o IQG, no geral, demonstrou níveis baixos, uma vez que a média foi de 0,3104, e pelo menos 50% das observações (empresa, ano) encontram-se abaixo do índice médio. Já para NDGC, das 124 empresas analisadas, 80 empresas, ou encontram-se listadas em algum dos níveis, representando que quase 65% das empresas da amostra possuí, ao menos, listagem em um dos NDGC, em ao menos um dos anos utilizados na amostra.

Comparando-se estas estatísticas, uma vez que apenas 25% das 744 observações possuem um IQG acima de 0,37, e, ao mesmo tempo, 65% da empresa são listadas em algum NGDGC, observamos que, de acordo com o NDGC, há maior número de empresas/observações que apresentam um melhor nível de governança.

Uma vez que as variáveis *proxies* para GC mostraram certas diferenças, para cumprir o objetivo de tal pesquisa ao averiguar se o IQG reflete melhor o nível de GC para explicar os retornos das ações, seguiu-se com a estimação dos modelos econométricos, apresentados anteriormente na seção 4.4.

Por tratar-se de uma estrutura de dados em painel, conforme mencionado, para a escolha do modelo mais adequado de estimação, foi seguida a estrutura decisória para estimação de modelos em painel de Park (2011), em conjunto com testes recomendados por Fávero (2015).

Inicialmente, para estimação do modelo com a variável IQG, foi realizada uma estimação com efeitos fixos, cujos resultados seguem na Tabela 5.

Tabela 5 - Resultados da estimação com efeitos fixos (para modelo com IQG)

EFEITOS FIXOS	Coef.	Err. Pad.	t	P>|t|
IQG	0,0623	0,3888	0,16	0,873
Beta	-0,0195	0,0312	-0,63	0,531
booktm	-0,0782	0,0148	-5,28	0,000
tam	0,2197	0,0246	8,92	0,000
liqbol	-0,2928	0,1243	-2,36	0,019
divyld	-0,0652	0,0556	-1,17	0,242
Constante	-3,2608	0,3800	-8,58	0,000
Número de observações	531			
Número de grupos	102			
F (6,423)	18,15			
Prob>F	0,0000			
Within	0,2048			
Between	0,0056			
Overall	0,0108			,

Fonte: elaborado pelo autor

Para este modelo, a regressão estimada foi significativa, pois, a estatística F é significante a 1%, e podemos afirmar que pelo menos um coeficiente é diferente de zero. Entretanto, o modelo estimado não apresentou coeficiente estatisticamente significante para a variável IQG. Quanto às variáveis de controle, *liqbol*, *booktm* e *tam* foram significativas.

Seguindo a estrutura para decisão de modelos em painel, em primeiro lugar, interpretou-se o teste F de Chow, o qual é fornecido pelo software Stata® simultaneamente na estimação dos modelos em painel com efeitos fixos. De acordo com o resultado do teste rejeitou-se a hipótese nula de que todos os efeitos individuais das empresas são iguais a zero, demonstrando que a estimação por efeitos fixos é mais adequada do que a estimação POLS.

Tabela 6 - Resultado do Teste F (para modelo com IQG)

Teste F	
H0: Todo μ = 0	
F(101,423)	2.97
Prob>F	0.00

Fonte: elaborado pelo autor

Em segundo, estimou-se o modelo com efeitos aleatórios, cujos resultados se encontram na tabela 7, abaixo.

Tabela 7 – Resultados da estimação com efeitos aleatórios (para modelo com IQG)

EFEITOS ALEATÓRIOS	Coef.	Err. Pad.	Z	P>|z|
IQG	-0,0225	0,1589	-0,14	0,887
Beta	-0,0876	0,0308	-2,84	0,004
booktm	-0,0472	0,0119	-3,94	0,000
tam	0,0459	0,0157	2,92	0,003
liqbol	-0,0435	0,0643	-0,68	0,499
divyld	-0,0227	0,0559	-0,41	0,684
Constante	-0,6798	0,2316	-2,93	0,003
Número de obs	531			
Número de grupos	102			
Wald chi2(6)	34,86			
Prob>chi2	0,000			
within	0,1128			
between	0,0263			
overall	0,0419			

Fonte: elaborado pelo autor

A estimação com efeitos aleatórios também resultou em uma regressão significante. Entretanto, a variável IQG, novamente, não demonstrou significância, enquanto apenas *booktm beta* e *tam* foram significantes.

Em seguida, a partir dos resultados com a estimação por efeitos aleatórios, realizou-se o teste de Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan. Os resultados do teste indicaram a rejeição da hipótese nula de que a variância dos resíduos que refletem diferenças entre indivíduos é igual a zero. Assim, o modelo com efeitos aleatórios demonstrou-se mais adequado do que o modelo de POLS.

Tabela 8 - Resultado do teste de Breusch-Pagan (para modelo com IQG)

Teste de Breusch-Pagan	
H0: Var(μ) = 0	
Chi2	28.67
Prob>chi2	0.00

Fonte: elaborado pelo autor

A partir dos resultados dos testes F e de Breusch-Pagan, realizou-se o teste de Hausman, a fim de decidir se a estimação mais indicada é a de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios, cujos resultados seguem abaixo:

Tabela 9 - Resultados do teste de Hausman (para modelo com IQG)

Teste de Hausman	
H0: diferenças nos coef. não são sistemáticas	
Chi2	-185.76

Fonte: elaborado pelo autor

O resultado do teste de Hausman indicou que o modelo estimado falhou em cumpriri os pressupostos do teste. Assim, como não foi possível observar resultados conclusivos, optou-se por realizar o teste robusto de Hausman, em que são considerados erros-padrão robustos. Os resultados são apresentados na Tabela 10.

Tabela 10 - Resultados do teste de Hausman Robusto (para modelo com IQG)

Teste de Hausman robusto		
Teste de sobre-identificação de restrições: efeitos fixos vs efeitos aleatórios		
Estatística Sargan-Hansen	97.748	Chi-sq(6)
P-valor = 0.0000		

Fonte: elaborado pelo autor

De acordo com os testes realizados, a estimação que se mostrou mais adequada ao foi a de efeitos fixos. Entretanto, para dados em painel, deve-se utilizar da correção com para erros robustos, com agrupamento para empresas. O que difere neste tipo de estimação é o cálculo dos erros-padrão de cada parâmetro estimado, o que faz com que as estatísticas *t* sejam diferentes (FAVERO, 2013; FÁVERO, 2015). Assim, uma vez definida que a estimação por efeitos fixos é apropriada, o teste da hipótese do presente estudo foi realizado com a opção de erros padrão robustos agrupados por empresa.

Os resultados mostraram erros-padrões menores quando se considera o agrupamento por empresa, e a estatística *t* apresentou-se maior, o que, de acordo com Fávero (2015), aumenta

a probabilidade de que determinado parâmetro seja estatisticamente diferente de zero a um determinado nível de significância desejado.

Desta maneira, a estimação para modelos fixos, com correção para erros-padrões robustos, trouxe os seguintes resultados:

Tabela 11 - Resultados da estimação com efeitos fixos e erros-padrão robustos (para modelo com IQG)

EFEITOS FIXOS	Coef.	Err. Pad.	T	P>|t|
IQG	0,0623	0,4166	0,15	0,881
Beta	-0,0195	0,0351	-0,56	0,579
booktm	-0,0782	0,0229	-3,41	0,001
tam	0,2197	0,0409	5,36	0
liqbol	-0,2928	0,1422	-2,06	0,042
divyld	-0,0652	0,0335	-1,94	0,055
Constante	-3,2608	0,6520	-5	0
Número de obs	531			
Número de grupos	102			
F(6,101)	10,81			
Prob>F	0			
R2 within	0,2048			
R2 between	0,0056			
R2 overall	0,0108			

Fonte: elaborado pelo autor

A estimação por erros-padrões robustos mostrou-se significativa. Entretanto, mesmo com a redução dos erros-padrão dada por este procedimento, a variável IQG não se mostrou significativa. As variáveis de controle *booktm tam* e *liqbol* são significativas. Desta forma, as estimações utilizando como proxy para qualidade da GC o índice IQG indicaram que não há evidências de uma relação significativa entre GC e retorno das ações.

Assim, para cumprir com o objetivo proposto, todos estes passos foram replicados para modelo considerando como variável independente os NDGC. Para este modelo, com efeitos fixos, a regressão também foi significativa de acordo com a estatística F, mas as variáveis que refletem os NDGC não se mostraram significativas. Além disto, as variáveis *booktm*, *tam* e *liqbol* foram significativas e no modelo com efeitos fixos.

Tabela 12 - Resultados da estimação em efeitos fixos (para modelo com os NDGC)

EFEITOS FIXOS	Coef.	Err. Pad.	t	P>|t|
N1	-0,3645	0,7555	-0,48	0,63
N2	-0,3413	0,4622	-0,74	0,461
NM	-0,0807	0,6722	-0,12	0,904
Beta	-0,0230	0,0313	-0,74	0,463
booktm	-0,0779	0,0148	-5,25	0
tam	0,2213	0,0247	8,93	0
liqbol	-0,2899	0,1245	-2,33	0,02
divyld	-0,0650	0,0556	-1,17	0,244
Constante	-3,1650	0,5829	-5,43	0
Número de obs	531			
Número de grupos	102			
F (8,421)	13,78			
Prob>F	0			
R^2 within	0,2075			
R^2 between	0,0022			
R^2 overall	0,0132			

Fonte: elaborado pelo autor

De acordo com o teste F, rejeita-se a hipótese nula de que todos os efeitos individuais das empresas são iguais a zero. Portanto, neste caso, o modelo de efeitos fixos também é mais adequado do que uma estimação POLS.

Tabela 13 - Resultados do Teste F (para modelo com os NDGC)

Teste F	
H0: Todo $\mu = 0$	
F(101,421)	2.96
Prob>F	0.00

Fonte: elaborado pelo autor

Após a estimação por efeitos fixos, realizou-se a estimação por efeitos aleatórios. A regressão foi significativa, e apenas as variáveis de controle *beta*, *booktm* e *tam* apresentaram-se significativas.

Tabela 14 - Resultados para estimação com efeitos aleatórios (para modelo com os NDGC)

EFEITOS ALEATÓRIOS	Coef.	Err. Pad.	z	P>|z|
N1	-0,0767	0,0952	-0,81	0,42
N2	0,02763	0,1594	0,17	0,862
NM	-0,0415	0,0602	-0,69	0,491
Beta	-0,0834	0,0311	-2,68	0,007
Booktm	-0,0450	0,0123	-3,64	0,000
Tam	0,0486	0,0163	2,98	0,003
Liqbol	-0,0477	0,0669	-0,71	0,476
Divyld	-0,0241	0,0561	-0,43	0,668
Constante	-0,6993	0,2379	-2,94	0,003
Número de obs	531			
Número de grupos	102			
Wald chi2(6)	35,89			
Prob>chi2	0			
Within	0,12			
Between	0,0307			
Overall	0,0433			

Fonte: elaborado pelo autor

O teste Breusch-Pagan mostrou que pode-se rejeitar a hipótese nula, representado que o modelo estimado por efeitos aleatórios adequa-se melhor do que uma estimação *pooled.*

Tabela 15 - Resultados para o teste de Breusch-Pagan (para modelo com os NDGC)

Teste de Breusch-Pagan	
H0: Var(μ) = 0	
Chi2	27.92
Prob>chi2	0.00

Fonte: elaborado pelo autor

O próximo passo, foi realizar então o teste de Hausman, que, assim como no caso da estimação com IQG, para os NDGC também não apresentou resultados conclusivos. Assim, seguiu-se então, novamente, com o teste robusto de Hausman.

Tabela 16 - Resultados para o teste de Hausman (para modelo com os NDGC)

Teste de Hausman	
H0: diferenças nos coef. não são sistemáticas	
Chi2	-485.73

Fonte: elaborado pelo autor

Tabela 17 - Resultados para o teste de Hausman Robusto (para modelo com os NDGC)

Teste de Hausman robusto
Teste de sobre-identificação de restrições: efeitos fixos vs efeitos aleatórios
Estatística Sargan-Hansen 99.501 Chi-sq(8)
P-valor = 0.0000

Fonte: elaborado pelo autor

O teste robusto de Hausman, então, indicou que o modelo com variáveis independentes que refletem os NDGC é melhor estimado por efeitos fixos também. Assim, para as regressões com as variáveis de NDGC, também foi utilizada a estimação também o com efeitos fixos com erros-padrões robustos.

Conforme elucidado por Fávero, os resultados desta estimação mostraram os mesmos coeficientes que a estimação sem utilização de erros-padrão robustos, além de apresentar também, erros-padrão inferiores e, por consequência, maiores estatísticas *t*. Isto resultou em um aumento na significância do resultados, que indicaram que as variáveis N1 e N2 são significativas para o modelo, assim como os controles *booktm, tam liqbol e divyld*. Abaixo, se encontram-se os resultados da estimação com erros padrões robustos:

Tabela 18 – Resultados para estimação com efeitos fixos com erros-padrão robustos (para modelo com os NDGC)

EFEITOS FIXOS	Coef.	Err. Pad.	t	P>|t|
N1	-0,3645	0,0852	-4,27	0,000
N2	-0,3413	0,0762	-4,48	0,000
NM	-0,0807	0,0840	-0,96	0,339
Beta	-0,0230	0,0350	-0,66	0,512

booktm	-0,0779	0,0229	-3,4	0,001
tam	0,2213	0,0415	5,32	0,000
liqbol	-0,2899	0,1425	-2,03	0,045
divyld	-0,0650	0,0336	-1,93	0,056
Constante	-3,1650	0,5671	-5,58	0
Número de obs	531			
Número de grupos	102			
F(5,101)	.			
Prob>F	.			
R2 within	0,2075			
R2 between	0,0022			
R2 overall	0,0132			

Fonte: elaborado pelo autor

No geral, os resultados obtidos, tanto para o modelo com IQG, quanto para o modelo com NDGC, não parecem indicar que houve um ganho significativo na capacidade de explicar retornos por meio da inclusão das variáveis representativas de GC.

Sendo assim, com a finalidade de avaliar se, de fato, houve um ganho de capacidade de explicação de retornos com a inclusão de variáveis de GC nas regressões, realizou-se uma estimação de um terceiro modelo, cujas variáveis explicativas foram somente as variáveis de controle utilizadas nos outros modelos.

Os resultados são apresentados, comparativamente, na Tabela 19.

Tabela 19 - Resultados com estimações por efeitos fixos com erros-padrão robustos

Variáveis	**(1) Controles**	**(2) IQG**	**(3) Níveis diferenciados**
N1			-0,365***
			(0,0853)
N2			-0,341***
			(0,0762)
NM			-0,0807
			(0,0840)
Beta	-0,0197	-0,0196	-0,0231
	(0,0350)	(0,0352)	(0,0351)
booktm	-0,0782***	-0,0782***	-0,0779***
	(0,0230)	(0,0230)	(0,0229)
Tam	0,220***	0,220***	0,221***
	(0,0410)	(0,0410)	(0,0416)
liqbol	-0,292**	-0,293**	-0,290**
	(0,142)	(0,142)	(0,143)
divyld	-0,0652*	-0,0652*	-0,0650*
	(0,0335)	(0,0335)	(0,0337)

IQG		0,0624	
		(0,417)	
Constante	-3,242***	-3,261***	-3,165***
	(0,619)	(0,652)	(0,567)
Observações	531	531	531
R-quadrado	0,205	0,205	0,208
Número de empresas	102	102	102

Erros-padrões robustos nos parênteses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1
Fonte: elaborado pelo autor

Observando-se os resultados, nota-se que o ganho sobre o R-quadrado entre a estimação dos modelos só com os controles, com a variável IQG e com os NDGC, demonstra ser insignificante.

Para confirmar esta avaliação, foi realizado um teste um teste para comparar os diferentes modelos em painel com os efeitos fixos. Trata-se do teste de razão de verossimilhança (*likelihoood-ratio test*), que avalia o ganho na capacidade explicativa de um modelo quando este é acrescido de alguma variável, em relação a um modelo base. A estatística de teste segue a distribuição Chi2, com os graus de liberdade apropriados (FÁVERO, 2015).

Apresentados na Tabela 20, os resultados dos testes para os 3 modelos apontam que os modelos 1 e 2 (com IQG e NDGC, respectivamente) não são melhores que o modelo 3 (só com variáveis de controles).

Tabela 20 - Resultados para o teste de razão de verossimilhança

Testes de razão de verossimilhança	(1) X (2)	(1) X (3)	(3) X (2)
LR chi2	0,03	1,88	1,85
Prob > chi2	0,8574	0,5967	0,396

Legenda: (1) Modelo só com as variáveis de controle; (2) Modelo com a variável IQG mais os controles; (3) Modelo com as variáveis dos níveis diferenciados de governança corporativa mais as variáveis de controle
Fonte: elaborado pelo autor

Os resultados apresentados indicam que não apenas a variável IQG não foi significativa na explicação dos retornos das ações (RET), mas que as variáveis que representam o pertencimento aos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa também não melhoram a capacidade do modelo básico, só com as variáveis de controle, em explicar os

retornos. Mesmo que alguns coeficientes das variáveis que representam os Níveis 1 e 2 da BM&FBovespa tenham sido significativas, sua inclusão no modelo que contém apenas os controles não proporciona capacidade explicativa superior.

Portanto, os resultados aqui apresentados indicaram que há uma relação apenas entre a qualidade da GC evidenciada pelas variáveis refletoras dos NDGC e o os retornos das ações. Entretanto, quando se analisa o ganho em explicação de retornos entre qualquer uma das variáveis de qualidade de GC, em relação ao modelo somente com as variáveis de controle, observa-se que as variáveis refletoras de GC pouco agregam à explicação dos retornos, confirmando que a relação entre GC e retornos das ações é quase inexistente.

6. CONCLUSÃO

A governança corporativa se faz presente e importante por conta dos conflitos de agencia presente nas empresas. Sendo assim, o maior interesse das pesquisas é acerca relação que estas práticas tem com o desempenho das firmas. Entretanto, dado seu conceito abrangente de diversas perspectivas e práticas, a governança corporativa é um construto difícil de se mensurar, o que possivelmente, acarreta ainda na falta de um consenso sobre sua influência efetiva no desempenho das companhias, o que abre possibilidades para novas pesquisas.

Deste modo, foi nesta lacuna que esta pesquisa se baseou, ao ter como objetivo a investigação da capacidade de diferentes medidas de qualidade de governança corporativa em explicar os retornos de empresas de capital aberto brasileiras.

Para testar a hipótese deste trabalho, de que uma medida complexa de governança corporativa é mais eficiente em explicar os retornos das ações do que a medida desenvolvida pelo mercado de ações, foram empregados diversos testes e análises sobre os modelos em painel aqui estimados. Os resultados das análises com a medida de governança mais complexa, intitulada IQG, conduzem à conclusão de que ele não é significativo para explicar os retornos das ações. Assim rejeita-se a hipótese central do trabalho.

Quando se investigou esta relação com a *proxy* de governança corporativa sendo os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa, pode-se observar que há relação entre as listagens em Nível 1 e Nível 2, e os retornos, concluindo-se que a listagem em Nível 1 e 2 pode explicar parte dos retornos de mercado, muito embora a listagem em Novo Mercado não tenha sido significativa no modelo. Portanto, uma primeira conclusão é de que os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa são medidas melhores de governança corporativa, quando se observa a relação entre governança corporativa e retornos das ações.

O fato do Novo Mercado, que é o nível mais alto de governança corporativa na BM&FBovespa, não ter sido significativo nesta análise pode estar relacionado às diferenças de critérios que ocasionam a listagem. Com uma análise quanto aos critérios para a listagem em cada um dos níveis, nota-se que, para uma empresa migrar do nível 1 para o nível 2, ela tem mais critérios diferentes a seguir. Já para passar do Nível 2 para o Novo Mercado, a diferença de critérios é menor, sendo apenas que no Novo Mercado ela não pode emitir ações PN (e consequentemente, diferença para concessão de *tag along*). Assim, é possível que que é muito pequena, entoa o efeito da governança foi captado para o Nível 2 somente.

Entretanto, os outras analisem mostram que, embora os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sejam medida melhor que o IQG, no quesito de relação com os retornos, quando foi analisado um modelo sem as medidas de governança, os resultados mostraram que ganho de explicação dos retornos, quando se adicionam as variáveis de governança ao modelo, é insignificante. Isto levando assim, à segunda conclusão deste trabalho, de que, na verdade, nenhuma das medidas possuem forte relação com desempenho.

Ao não mostrar resultados que confirmem a relação entre GC e desempenho, as conclusões deste trabalho corroboram com os resultados e conclusões encontrados por outros trabalhos desta mesma linha, incluindo Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Rogers, Securato e Ribeiro (2008), Camargos e Barbosa (2010), Bhagat, Bolton e Romano(2008).

Além das duas principais conclusões já citadas, ainda cabem alguns questionamentos e apontamentos.

Uma vez que o índice não mostrou ser uma medida eficaz de governança corporativa, poderia ser debatido se é mesmo interessante investir tempo e recursos na construção de medidas agregadas de qualidade da governança. Índices são medidas complexas, que muitas vezes envolvem cálculos trabalhosos ou mesmo dispêndio de recursos para coleta de dados e sua construção. Assim como discutido por Bhagat, Bolton e Romano(2008), os índices falham em capturar a governança corporativa por duas razões principais: nenhum índice pode prever o desempenho de uma maneira que abranja todas as medidas de desempenho observáveis pelo investidores, uma única característica sobre governança corporativa pode capturar mais sobre desempenho do que um índice.

Visto que eles não se mostraram úteis, cabe questionar aqui a relação custo/benefício para construir tais medidas para mensurar governança corporativa. Ademais, pode ser pertinente a discussão se faria sentido agrupar características tão diferentes em uma medida única, pois os índices são construídos geralmente para tratar todos os mecanismos de governança como complementares, quando na verdade, vários destes mecanismos são substitutos. Por isto, pode-se concluir, em convergência a Bhagat, Bolton e Romano(2008), que governança mais eficaz depende do contexto e das circunstâncias específicas das empresas.

Com os resultados e conclusões apresentadas neste trabalho, concluiu-se que, na comparação aqui avaliada, não é benéfica a construção do índice, pois não se ganhou poder explicativo para com os retornos de mercado. O índice avaliado é uma medida complexa de se construir para esse nível de governança não ser refletido no desempenho das ações, tendo em vista que, no mercado brasileiro há os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que são classificações já divulgadas prontamente, e que se mostraram mais eficientes que o índice.

Cabe-se destacar que o estudo pode sofrer algumas limitações, principalmente a respeito da coleta e análise de dados. Faz-se presente certo nível de viés de seleção quanto a amostra, quando se excluíram empresas sem dados suficientes. Por consequência, as empresas da amostra, são as que presentaram maior divulgação de dados e possuíam cotação para suas ações no período, ou seja, as empresas mais negociadas. Além disto, a relação de governança com desempenho pode sofrer de causalidade reversa, devendo-se aplicar controles nas regressões. O estudo optou por utilizar variáveis de controles, porém podem ser utilizados ainda outros métodos do para este tipo de problema.

Por fim, os resultados obtidos no presente estudo sugerem que ainda que não sabemos sobre como medir a qualidade da governança corporativa. Vias futuras de pesquisas nesta área podem abordar que pode ser mais produtivo desenvolver medidas separadas para as diferentes dimensões de governança ao investigar sua relação com o desempenho das empresas, além de avançar na busca de maneiras e métodos para as reduzir as limitações apontadas sobre a análise e coleta dos dados, assim como diminuir o viés que este tipo de amostra possuí.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B. DE; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP**, v. 39, p. 338–347, 2004.

ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança Corporativa:fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014. p. 411

BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What Matters in Corporate Governance? **The Review of Financial Studies**, 2004.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. **Handbook of the Economics of Finance**, v. 1, n. August, p. 1–109, 2005.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257–273, 2008.

BHAGAT, S.; BOLTON, B.; ROMANO, R. The promise and peril of corporate governance indices. **Columbia Law Review**, v. 108, p. 1803–1882, 2008.

BM&FBOVESPA. **BM&FBovespa a Nova Bolsa**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/>. Acesso em: 25 maio. 2015.

BOZEC, R.; DIA, M.; BOZEC, Y. Governance-performance relationship: A re-examination using technical efficiency measures. **British Journal of Management**, v. 21, p. 684–700, 2010.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 24, p. 142–153, 2013.

CAMARGOS, M. A. DE; BARBOSA, F. V. Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Beneficia o A Acionista e Aumenta a Liquidez Acionária? Evidências Empíricas do Mercado Brasileiro. **Revista de Gestão**, v. 17, p. 189–208, 2010.

CARVALHO, A. G. DE. Governança Corportiva no Brasil em Perspectiva. In: **Governança Corporativa: Evidênicas empíricas no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007. p. 261.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45–63, 2011.

DA SILVEIRA, A. D. M.; DIAS JR, A. L. What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment? **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 7, n. August, p. 70–91, 2010.

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J. Governança Corporativa e Acurácia das Previsões Individuais dos Analistas: Uma Análise no Mercado Brasileiro. **10º Congresso USP**, v. 6776, p. 1–17, 2010.

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

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FÁVERO, L. P. **Análise de Dados: Modelos de regressão com Excel, STATA e SPSS**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. p. 504

FAVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, p. 131–156, 2013.

FERREIRA, R. D. N. et al. Governança Corporativa, Eficiência, Produtividade e Desempenho. **Revista De Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 134–164, 2013.

GADHOUM, Y.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. Who Controls US ? v. 11, n. 3, p. 339–363, 2005.

GARCÍA-CASTRO, R.; AGUILERA, R. V; ARIÑO, M. A. Bundles of Firm Corporate Governance Practices: A Fuzzy Set Analysis. **Corporate Governance: An International Review**, v. 21, n. 4, p. 390–407, 2013.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107–155, 2003.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–360, 1976.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 703–728, 2004.

KRAUTER, E. et al. Uma análise comparativa da adoção das práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras com controle público em relação às privadas. **Revista da Faculdade de Administração e Economia**, v. 6, n. 1, p. 87–102, 2014.

LA PORTA, R. et al. Legal determinants of external finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131–1150, 1997.

LA PORTA, R. et al. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998.

LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963–1008, 2007.

LEAL, R. P. C. Práticas de Governança e Valor Corporativo: Uma Recente Visão da Literatura. In: **Governança Corporativa: Evidênicas empíricas no Brasil**. São Paulo: [s.n.]. p. 261.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: **Investor protection and corporate governance — firm level evidence across Latin America**. Palo Alto, CA: Stanford University Press, 2007. p. 213–287.

MACEDO, M. A. D. S.; CORRAR, L. J. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 4, p. 42–61, 2012.

MIR, A. EL; SEBOUI, S. Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value. **Corporate Governance**, v. 8, p. 46–58, 2008.

MONKS, R. A G.; MINOW, N. **Corporate Governance**. 3. ed. Oxford: Blackwell, 2004.

NAGAR, A. L.; BASU, S. R. Weighting Socioeconomic Indicators of Human Development: A Latent Variable Approach. In: ULLAH, A.; WAN, A. T. K.; CHATURVEDI, A. (Eds.). . **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: [s.n.].

OLIVEIRA, M. C. et al. **Os Efeitos da Adoção dos Conceitos e das Práticas de Governança Corporativa Na Transparência das Informações Evidenciadas Por Empresas Brasileiras do Setor de Papel e Celulose.**2004

PARK, H. M. **International University of Japan Public Management & Policy Analysis Program Practical Guides To Panel Data Modeling : A Step by Step**. [s.l: s.n.].

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. D. S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **Revista de Gestão**, v. 15, n. December 2002, p. 61–77, 2008.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: The principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, p. 134–139, 1973.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. DA. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 48, n. 2, p. 79–86, 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997.

SILVA, A. L. C. DA; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **RBF - Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1–18, 2005.

SILVEIRA, A.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1–30, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. São paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança Corporativa e Estrutrura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006. p. 251

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. São Paulo: Elsevier, 2010a. p. 424

SILVEIRA, A. D. M. DA. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010b. p. 397

SILVEIRA, A. D. M. DA; BARROS, L. A. B. D. C.; FAMÁ, R. **Determinantes Da Qualidade Da Governança Corporativa Das Companhias Abertas Brasileiras**IV Encontro Brasileiro de Finanças. **Anais**...Rio de Janeiro: 2004

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. DE O. A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras ? n. ii, p. 145–160, 2014.

TARIQ, Y. BIN; ABBAS, Z. Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance. **Economic Modelling**, v. 35, n. February, p. 565–575, 2013.