

Conclusões

O objetivo da pesquisa foi avaliar as possíveis relações entre práticas de governança, risco e desempenho das corporações, tendo em vista os estudos precursores relacionando governança ao valor das companhias. Procurou-se, também, identificar se a influência exercida sobre essas variáveis ocorria no mesmo sentido (de aumento do valor) ou em sentidos contraditórios. Outro aspecto que a investigação procurou responder foi se continuava existindo relação entre governança e valor mesmo na presença dos efeitos mediadores da governança no valor ocorridos por meio das variáveis risco e desempenho. Por último, buscou-se identificar os possíveis fatores determinantes da qualidade da governança em vista do conjunto de variáveis existentes na pesquisa.

Anteriormente à discussão sobre os resultados, é relevante o destaque da necessária adequação e preparação dos indicadores escolhidos para representarem as variáveis da pesquisa, de modo a se utilizar de maneira eficiente os métodos e se conseguir resultados confiáveis para construir uma base sólida sobre a qual se assentou as conclusões apresentadas.

Agindo dessa forma, procurou-se atender às premissas necessárias para a utilização do método das regressões lineares. Entre estas podem ser citadas: a necessidade de se verificar a existência de normalidade e homocedasticidade das variáveis; atestar a inexistência de correlações elevadas e significativas entre as variáveis independentes; e, por conseguinte, a inexistência de colinearidade, além de se verificar a existência de estacionaridade das séries.

Dessa forma, antes de se buscarem relações quantitativas de efeito das variáveis independentes, e em especial da variável de governança, sobre as variáveis dependentes, objetivou-se encontrar relações que pudessem ser consistentes ao longo de todos os testes. Somente assim se entendeu que seria construído um arcabouço seguro para as ilações resultantes dos resultados obtidos.

Caso não tivessem sido promovidas as transformações das variáveis, alguns resultados teriam tido sinais invertidos ou seriam perdidas algumas relações estatisticamente significativas, ganhando outras que não permitiriam a

mesma linha de raciocínio traçada ao longo do trabalho, com maior destaque na seção de conclusões da pesquisa. Entre os casos mais relevantes, apontam-se: a) a troca de sinal da relação entre $sqr(igc)$ – governança – e $sqr(roe)$ – rentabilidade dos ativos e rentabilidade do capital –, que passaria a ser positiva entre igc e roe ; b) a troca de sinal da relação entre $sqr(igc)$ – governança – e $log(idios)$ – risco idiossincrático –, que passaria a ser positiva entre igc e $idios$; c) perder-se-iam os efeitos de $sqr(ord)$ – concentração da propriedade das ações ordinárias – e de $log(cap)$ – aumento da participação do controlador no capital total – sobre os indicadores de desempenho; d) perder-se-iam as relações significativas encontradas entre $log(cons)$ – tamanho do conselho – e as variáveis $sqr(betalocal)$, $sqr(betasp)$ e $log(volat)$ – beta local, beta S&P 500 e volatilidade, respectivamente –, e somente se ganharia a relação negativa entre $cons$ – tamanho do conselho – e $idios$ – risco idiossincrático; e) inverter-se-iam as relações entre $n2nm$ – participação no Nível 2 de governança ou Novo Mercado da Bovespa – e $sqr(betalocal)$ e $sqr(betasp)$ – β_{local} e β_{asp} –, que passariam de negativas para relações positivas entre $n2nm$ e β_{local} e β_{asp} ; f) inverter-se-iam as relações entre tam – tamanho da empresa – e $sqr(betalocal)$ e $sqr(betasp)$ – β_{local} e β_{asp} –, que passariam de negativas para relações positivas entre tam e β_{local} e β_{asp} ; g) perder-se-iam as relações negativas e significativas encontradas entre $mtbv$ – razão entre valor de mercado e valor contábil – e $sqr(betalocal)$ e $sqr(betasp)$ – β_{local} e β_{asp} ; h) ganhar-se-iam relações positivas e significativas entre liq – liquidez – e todos os indicadores de risco (β_{local} , β_{asp} , $volat$, $idios$ e $wacc$).

Após essa ressalva, admite-se que esta pesquisa possa ser dividida em quatro partes. Na primeira parte se investigaram as relações entre governança e risco e entre governança e desempenho. Na segunda parte estudaram-se o sentido com que governança influencia risco e desempenho e se continua existindo relação positiva e significativa entre governança e valor mesmo no contexto envolvendo os efeitos das variáveis risco e desempenho provenientes da governança e cujo destino é a variável valor. Na terceira investigou-se a questão da endogeneidade, e na quarta parte se pesquisaram os possíveis determinantes da qualidade da governança praticada pelas empresas.

As evidências obtidas com a aplicação do método das regressões lineares (resultados na Tabela 25) para a relação entre governança e risco no primeiro teste

realizado deixaram sólida sustentação para se inferir que as companhias com melhores práticas de governança possuem menores riscos na percepção do mercado, e isso se reflete no custo de captação das empresas. Os resultados estão em perfeita sintonia com os obtidos por Derwall e Verwijmeren (2007) para beta, risco idiossincrático e custo implícito de capital, e com os obtidos por Ashbaugh *et al.* (2004) para beta e também para o custo implícito de capital. Assim, confirma-se a eficiência que investidores e demais instituições de mercado tiveram ao longo dos últimos anos de promover diferenciação entre as empresas com melhores práticas de governança associando-as a menores custos e características de menor risco no dia-a-dia da negociação de suas ações no mercado. Essa relação sugere que governança se associa ao valor por meio da queda do risco das empresas e em decorrência da queda dos seus custos de capital.

Os resultados do segundo teste envolvendo governança e risco evidenciam que os riscos das empresas estão associadas negativamente também às variações da qualidade da governança (com exceção da relação encontrada para a variável $sqr(wacc)$). Assim, aumentos mais significativos da qualidade da governança estiveram negativamente relacionados com riscos e, portanto, associados com riscos menores. Os resultados estão em linha com os obtidos por Ashbaugh *et al.* (2004), que verificaram a relação entre a variação positiva do indicador de governança e o decréscimo do custo implícito de capital e com Chen *et al.* (2004) que constataram que melhores práticas estavam relacionadas com menores custos de *equity* e de capital. Em conjunto com as evidências do primeiro teste, pode-se concluir que se altos índices de governança se associam a menores riscos e também a maiores quedas dos riscos, então todas as empresas que desejarem diminuir sua percepção de risco devem procurar melhorar suas práticas de governança, e quanto maior for a melhoria maior o impacto na queda dos riscos. O Gráfico 1, disposto a seguir, ilustra o raciocínio exposto.

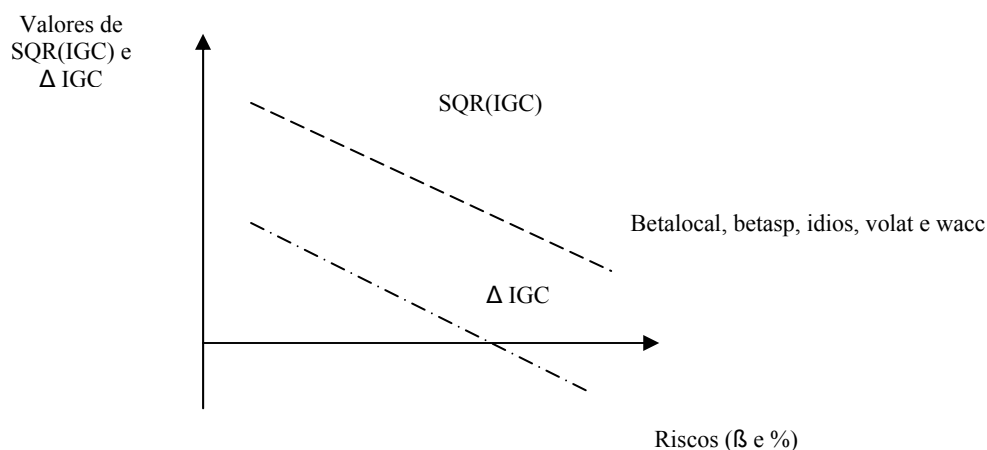


Gráfico 1

É importante destacar que não existe um índice amplamente aceito que mensure sem críticas a qualidade da governança praticada pelas empresas. Contudo, confirmou-se que a existência de negociação com as ações da companhia em mercados estrangeiros ou a assunção de medidas similares às existentes no contrato padrão assumido pelas empresas para acessar o Nível 2 ou o Novo Mercado servem de referência para a melhoria das práticas de governança das empresas. Outras referências possíveis de serem observadas no sentido de se melhorarem as práticas de governança das empresas se encontram disponíveis no *site* do IBGC.

O terceiro teste relacionando governança e risco – o teste dos retornos excedentes – apresenta resultados em linha com os obtidos por Drobetz *et al.* (2003), ou seja, segundo os autores, quando as empresas começam a melhorar suas práticas de governança, os retornos exigidos sobre o capital diminuem. Os resultados também estão em consonância com Ashbaugh *et al.* (2004), e mostram que os retornos excedentes podem ser explicados pela diferença de retornos entre as empresas com maiores e menores indicadores de governança, admitindo uma relação negativa entre as variáveis mencionadas – retornos excedentes e retornos advindos de diferença de governança. Assim, entende-se que empresas com melhor qualidade de governança estão associadas a menores retornos excedentes, pois possuem menores riscos. Por outro lado, empresas com maiores riscos necessitam de retornos maiores sobre o capital para compensarem esse perfil de maior risco. A associação entre maiores riscos e maiores retornos é premissa do

modelo *CAPM* de precificação de ativos e vai ao encontro dos resultados do teste de retornos excedentes, em perfeita sintonia com esse fundamento.

Os resultados obtidos com a aplicação do método das equações estruturais dão robustez ao conjunto de evidências obtidas com os testes que utilizaram o método das regressões lineares. Os resultados dos modelos 1 a 4 (considerando governança como variável exógena) e dos modelos 5 a 18 (considerando governança como variável endógena), que se encontram dispostos na Tabela 46, confirmam a relação entre maiores índices de governança e menores riscos.

O método das equações estruturais também permitiu a visualização das relações do risco com valor, de sinais negativos e com significância estatística, conforme o modelo 2 (considerando governança como variável exógena) ou os modelos 6, 9, 11, 13, 14, 15, 16, 17 e 18, nos quais se assumiu que a governança era uma variável endógena.

Quanto à relação envolvendo governança e desempenho, pode-se mencionar, a partir dos resultados obtidos com o primeiro teste utilizando o método das regressões lineares, que melhor governança se associa com maiores margens ($\log(ets)$), maior valor ($\log(mts)$) e menores rentabilidades ($sqr(roa)$ e $sqr(roe)$). Com respeito a relação entre governança e valor, tais resultados estão todos alinhados com os obtidos por Bai *et al.* (2002), Klapper e Love (2002), Beiner *et al.* (2003), Gompers *et al.* (2003), Brown e Caylor (2004), Renders e Gaeremynck (2006), Black *et al.* (2006) e Leal e Da Silva (2007). São as grandes corporações que, em geral, possuem melhores margens porque possuem poder de mercado de imporem suas condições de negociação, ou mesmo têm a capacidade de oferecer maiores vantagens para a colocação de seus produtos, e com isso aumentam o *market-share*, o que lhes permite obter maiores margens em um ciclo virtuoso. As grandes empresas também possuem maior valor de mercado, em conformidade aos resultados encontrados por Durnev e Kim (2003), Black *et al.* (2006), Da Silveira *et al.* (2005) e Leal e Da Silva (2005). Por possuírem grande volume de recursos investidos, têm capacidade marginal decrescente de remunerar esses recursos se comparadas com empresas menores, que podem encontrar maiores possibilidades de alavancar suas rentabilidades.

Os resultados do segundo teste mostraram que as variações dos índices de governança se relacionaram positivamente com aumentos de rentabilidade e margem e negativamente com o valor. Os resultados do primeiro e segundo testes

combinados permitem se inferir que as empresas com maiores índices de governança têm maiores margens e valor e menores rentabilidades; contudo, variações do índice de governança estiveram positivamente relacionadas com rentabilidade e margem. A respeito da relação entre indicador de qualidade de governança e rentabilidade (ROA), Klapeer e Love (2002) e Chong e López-de-Silanes (2006) observaram relação positiva entre essas variáveis, o que só pode ser constatado nesta pesquisa para a relação entre variação do indicador de qualidade de governança e a rentabilidade (ROA e ROE). Os Gráficos 2 e 3 permitem uma melhor visualização dessas relações.

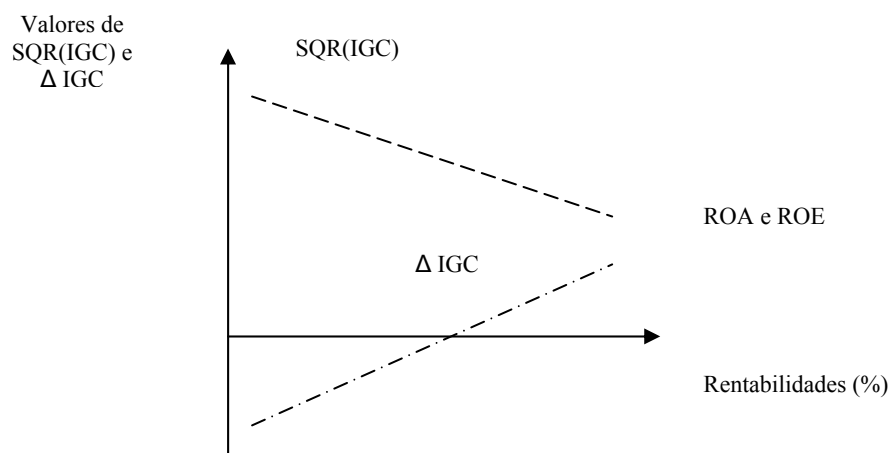


Gráfico 2

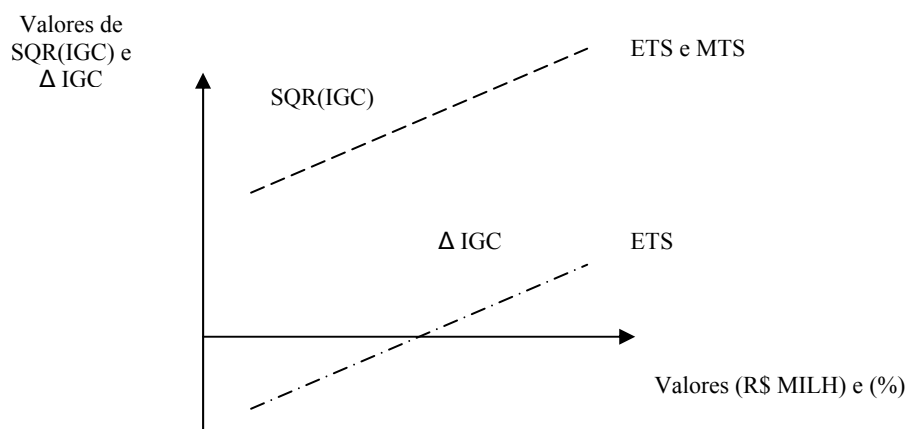


Gráfico 3

Esse comportamento é explicado na prática porque as empresas com maiores índices de governança alcançam logo maiores valores de mercado, mas depois disso suas oscilações de valor são menores que as oscilações de empresas com piores práticas. Black *et al.* (2006) constataram que empresas com maiores valores de mercado (e tamanho) possuem maiores índices de governança. Contudo, empresas que tenham baixos indicadores de governança e decidam melhorar suas práticas têm a possibilidade de alavancarem mais rapidamente seu valor de mercado por meio do aumento de rentabilidade.

Assim, as empresas com maiores patrimônios, que, conforme as evidências do primeiro teste, possuem menores rentabilidades, aumentam seu valor de mercado por meio de captação de recursos mais baratos. Isso permitiu aumentarem seus lucros e patrimônio, mas a velocidade com que esse fenômeno ocorre é ditada pela rentabilidade operacional, que é mais baixa nas grandes corporações do que nas menores. Por outro lado, as pequenas empresas, ao melhorarem suas práticas, também diminuem seus custos de capital, aumentando, porém, mais rapidamente seu valor de mercado, pois possuem maiores rentabilidades. Isso possibilita se inferir que os efeitos da melhoria das práticas de governança se fazem sentir com maior intensidade proporcional nas empresas de menor porte econômico do que nas maiores. Os resultados dos modelos de equações estruturais 3, 14, 15, 17 e 18, e o modelo estrutural de determinantes da governança apresentam relações positivas e significativas entre governança e desempenho, quando a variável utilizada foi log (ets). Os modelos 3 (testado com sqr (roe)) e 16, além do modelo completo de MQO dos determinantes de governança, apontam relação negativa e significativa quando a variável utilizada foi sqr (roe).

Em média e na maior parte das empresas, constata-se que as variações de desempenho, valor e custo de capital não são rápidas como as mudanças de indicadores das práticas de governança, como menciona Claessens *et al.* (2002); contudo, a percepção do risco e a melhoria do controle e da *performance* parecem se associar a melhoria de práticas de governança mesmo que se admita que existam efeitos recíprocos, ou, em outras palavras, se admita que existe endogeneidade nas relações entre governança, desempenho, risco e valor.

Os resultados obtidos com a utilização do método das equações estruturais nos modelos 5, 8, 10, 11, 15, 16, 17 e 18 permitem inferir a existência de relação estatística positiva e significativa entre governança e valor mesmo na presença das relações envolvendo as variáveis mediadoras de risco e desempenho, como ocorre nos modelos retromencionados. Este resultado se coaduna com a conclusão de Bai *et al.* (2002), obtido para empresas chinesas, de que os investidores decidem pagar um prêmio

Em relação aos resultados obtidos com os subíndices, confirmou-se a relação entre estrutura de propriedade menos concentrada com menores riscos e melhores margem, valor e rentabilidade. Isso ratifica os resultados relativos aos estudos sobre concentração de propriedade, como os procedidos por Leal *et al.* (2002) e Okimura *et al.* (2007).

Melhor transparência também se mostrou associada a maiores betas. Explica-se tal associação porque somente empresas com grandes patrimônios puderam emitir programas de ADR níveis 2 e 3, que exigem melhor informação disponível para o público. Essas empresas estão mais integradas ao movimento global dos mercados e, por conseguinte, acabam por alcançar betas mais representativos (e maiores) dos que os encontrados para as empresas brasileiras que possuem suas ações negociadas apenas no mercado brasileiro. A discrepância de valores dos betas é maior especialmente nos anos anteriores a 2003, ano em que se iniciou um processo mais intenso de integração do mercado local aos maiores mercados de capitais do mundo. Contudo, melhor transparência se associou a menores risco idiossincrático e custo implícito de capital, o que está em linha com o estudo de Chen *et al.* (2004), e evidencia que empresas que informam melhor têm menores riscos na percepção do mercado. Outra associação em conformidade às expectativas foi a encontrada entre transparência, margem e valor, em linha com Black *et al.* (2006) e com valor conforme Leal e Da Silva (2007). Transparência se associou negativamente a rentabilidade, porque as empresas precisam dispendir um volume razoável de recursos para conseguirem promover melhor *disclosure*. As empresas com maior possibilidade de fazer isso dispõem de maiores patrimônios e possuem menores rentabilidades.

O subíndice de administração se associou negativamente com o risco. Isso demonstra que empresas que possuem administrações alinhadas com os interesses dos acionistas, em vista de política de remuneração com participação nos lucros e

com atuação mais eficaz e otimizada de suas administrações, via conselho ou comitês, possuem menores riscos percebidos pelo mercado. Por outro lado, os gastos com maior remuneração desses administradores fazem com que esse subíndice esteja associado com menores margens e rentabilidades.

Quanto à endogeneidade, esta parece não ter afetado os resultados obtidos com a utilização do método das regressões lineares. Os testes de Granger somente apontam para a relação causal de governança na variável de valor ($\log(mts)$), enquanto existem relações significativas partindo de governança para desempenho, risco e também valor. Contudo, ao se pesquisar os determinantes da qualidade da governança, verificou-se que $\log(volat)$, $\log(ets)$ e $sqr(wacc)$ afetam a qualidade da governança praticada pelas empresas, o que confirma a existência de endogeneidade nas relações envolvendo essas variáveis, mesmo que essa endogeneidade não tenha inviabilizado a investigação proposta com a utilização do método das regressões lineares.

Observou-se que: a) tempo de experiência societária como companhia aberta; b) tamanho da empresa; c) variáveis de risco definidas pelo indicador $sqr(wacc)$ e por $\log(volat)$; d) variável de margem definida pelo indicador $\log(ets)$; e) variáveis de alavancagem operacional e financeira; f) tamanho do conselho; g) existência de programa de *ADR* níveis 2 ou 3; h) participação no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa; i) grau de concentração do capital total e ordinário; e j) grau de imobilização (intangibilidade) são fatores determinantes da qualidade da governança.

Novamente, constatou-se que as variáveis de alavancagem (utilizadas como variáveis de controle dos betas nos testes e que funcionam como variáveis similares às variáveis de risco) possuem efeito sobre a qualidade da governança de sinal negativo. Da mesma forma, o efeito das variáveis de risco ($\log(volat)$ e $sqr(wacc)$) também tem relação negativa com a qualidade da governança, enquanto a variável $\log(ets)$ mantém relação positiva com o referido nível. O tempo de experiência societária e a participação no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa também são novos fatores observados como geradores de impacto na qualidade da governança praticada.

Encontrou relação positiva e significativa entre tamanho do conselho e qualidade de governança. Entende-se que exista espaço para conselhos maiores, desde que uma pauta de maiores afazeres e políticas de valorização da atividade

dos conselheiros na empresa, com a participação mais ativa e regular em comitês, seja posta em prática. No mais, confirmaram-se os efeitos do grau de concentração do capital total ou ordinário, o nível de imobilização da empresa e a existência de programa de *ADR* níveis 2 ou 3 como fatores que diferenciam a governança posta em prática pelas empresas.

Observa-se que o modelo de equações estruturais que avalia as relações entre as variáveis de risco, desempenho e de controle sobre a qualidade da governança praticada é uma forma adequada de se avaliar as potenciais relações de endogeneidade existentes entre governança e as demais variáveis. Da Silveira *et al.* (2007) apresentam um estudo dos determinantes da qualidade da governança utilizando o método dos momentos generalizados. Assumem que a utilização da variável indicativa da qualidade da governança, defasada de um período de tempo, atua no sentido de produzir estimadores mais robustos do que os gerados pelos métodos de regressões lineares com mínimos quadrados, em dois ou três estágios ou com o uso de equações simultâneas.

A utilização do índice de governança com um período de tempo de defasagem na regressão que explica esse índice remete a investigação a uma modelagem de série temporal em um processo auto-regressivo de primeira ordem, em que existem dados para apenas quatro períodos de tempo. A insuficiência de dados impõe a necessidade da utilização do método dos momentos generalizados, pois o número de observações é insuficiente para as possíveis relações a serem estimadas para as variáveis incluídas no estudo. Outro aspecto que merece destaque é a dificuldade em identificar o real significado econômico ou financeiro para a inclusão do termo com defasagem temporal no estudo econométrico que explica a qualidade da governança praticada. Contudo, verificou-se que as observações advindas do referido estudo são compatíveis com as encontradas na investigação dos determinantes da qualidade de governança desta pesquisa.

Ficam como sugestão para pesquisas posteriores: a) o aumento do número de empresas componentes da amostra de modo que se possa inserir variáveis que segreguem empresas de setores de commodities e as empresas dos demais setores, pois as primeiras devem possuir maior transparência de suas operações devido a trabalharem com parâmetros de preços e custos internacional conhecidos e amplamente divulgados; e b) a inserção de variável que promova diferenciação entre empresas pertencentes a setores regulamentados e não regulamentados,

tendo em vista a expectativa de que os setores mais regulamentados deveriam apresentar menor influência da variável governança nas variáveis de desempenho e de risco. Além disso, também permanece como sugestão a investigação de quais serão os subíndices mais relevantes para cada setor.