

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

ANTONIO THADEU MATTOS DA LUZ

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA ASSOCIAÇÃO
A VARIÁVEIS DE CARÁTER CONTÁBIL:
um estudo**

**VITÓRIA
2011**

ANTONIO THADEU MATTOS DA LUZ

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA ASSOCIAÇÃO
A VARIÁVEIS DE CARÁTER CONTÁBIL:
um estudo**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, na linha de pesquisa Contabilidade Gerencial e Tributária.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo S. Pagliarussi

**VITÓRIA
2011**

ANTONIO THADEU MATTOS DA LUZ

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA ASSOCIAÇÃO
A VARIÁVEIS DE CARÁTER CONTÁBIL:
um estudo**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, na linha de pesquisa Contabilidade Gerencial e Tributária.

Aprovada em 15 de setembro de 2011.

COMISSÃO EXAMINADORA

**PROF. DR. MARCELO SANCHES PAGLIARUSSI
FUCAPE**

**PROF. DR. FERNANDO CAIO GALDI
FUCAPE**

**PROF. DR. MARCELO VERDINI MAIA
IAG/PUC - Rio**

A minha família, incluindo a
estendida.

AGRADECIMENTOS

Cabe um agradecimento especial a meu orientador, Prof. Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi. Ele não é culpado de o resultado final não ser bom, mas certamente é culpado por pelo menos existir algum resultado! Obrigado.

A todos os demais que me acompanharam na jornada, aceitem em seus corações o tributo que lhes guardo no meu coração. É gente demais para listar aqui e sempre há o risco de alguém importante não ser citado. Mas vocês sabem quem são ... vocês.

.

RESUMO

O possível relacionamento entre governança corporativa e variáveis de caráter contábil é investigado em inúmeros trabalhos, buscando capturar diferentes graus de governança por meio da elaboração de índices (KLAPPER, LOVE, 2004; KLOCK et al, 2005; BROWN, CAYLOR, 2006; BEBCHUK et al, 2009). Tais índices são elaborados mediante respostas binárias sobre a adoção de determinadas práticas de governança e pressupõe que estas são independentes, aditivas e igualmente relevantes. O uso de índices para qualificação de graus de governança não tem sido isento de críticas, especialmente quanto a poderem os mesmos mascarar em meio a uma miríade de práticas utilizadas em sua elaboração aquelas efetivamente relevantes (BHAGAT et al, 2008; BRICKLEY, ZIMMERMAN, 2010; MARTYNOVA, RENNEBOOG, 2010). O presente trabalho procura investigar quais práticas dentre as utilizadas para elaboração de um índice se mostram significativamente associadas a uma variável de caráter contábil. O índice objeto do estudo é o *Brazilian Corporate Governance Index – BCGi*, elaborado na FUCAPE Business School. E a variável de caráter contábil escolhida foi o custo de capital próprio, em linha com trabalhos anteriores sobre o tema (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN, PLUMLEE, 2002; GOMPERS et al, 2003; ALENCAR, 2007; LOPES, ALENCAR, 2008; BYUN et al, 2008), onde scores mais elevados de um dado índice se mostram associados a um menor custo de capital, mas sem necessariamente identificar a quais práticas isto é efetivamente devido. A amostra tomada refere-se a 1.090 observações relativas a empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), nos anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2006, cujas práticas de governança corporativa foram levantadas por meio do BCGi. Tal amostra foi submetida a um procedimento diferenciado de análise mediante aplicação de regressões logísticas multinomiais. Os resultados indicam que, em termos de associação a menor custo de capital, dentre as três práticas ligadas à evidenciação abordadas no índice BCGi apenas uma se reveste de maior relevância; das cinco práticas ligadas à composição e funcionamento do conselho apenas uma se reveste de maior relevância; das quatro práticas ligadas à estrutura de propriedade e controle, uma é irrelevante e quanto às outras três não foi possível determinar se alguma é relativamente mais importante; e as três práticas ligadas aos direitos dos acionistas aparentam ser relevantes, não sendo atribuível maior importância relativa

a alguma delas. Os resultados não contradizem os achados anteriores da literatura, onde maiores *scores* de índices de governança estão associados a menor custo de capital. Porém apresentam evidências que corroboram críticas encontradas na literatura. Os índices parecem realmente poder mascarar a efetiva importância de certas práticas e os pressupostos de independência, aditividade e igual relevância subjacentes à sua montagem não se sustentam. Sugere-se a continuidade da linha de trabalho, abordando outras métricas para custo de capital, o uso de outras variáveis de caráter contábil, a extensão da amostra e a incorporação da teoria de sinalização (SPENCE, 1973) nas investigações.

Palavras-chave: Governança corporativa; custo de capital; índice de governança; regressão logística multinomial.

ABSTRACT

A number of works capture different levels of corporate governance through the elaboration of indexes and then try to relate them to financial accounting variables (KLAPPER, LOVE, 2010; KLOCK et al, 2005; BROWN, CAYLOR, 2006; BEBCHUK et al, 2009). Drawing up of such indexes involves binary answers about the adoption of certain governance practices regarded as independent, additive and equally relevant. Index usage has not been free of criticism, especially regarding the possibility of losing track of relevant practices by burying them amongst numberless others (BHAGAT et al, 2008; BRICKLEY, ZIMMERMAN, 2010; MARTYNOVA, RENNEBOOG, 2010). The present work aims at investigating which practices amongst those used to draw up an index are significantly related to a financial accounting variable. The index chosen was the Brazilian Corporate Governance Index – BCGi, internally developed by FUCAPE Business School. And the accounting variable selected was the cost of equity capital, in line with previously published works (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN, PLUMLEE, 2002; GOMPERS et al, 2003; ALENCAR, 2007; LOPES, ALENCAR, 2008; BYUN et al, 2008), where higher scores of different indexes were found to be related to lower equity costs. The sample comprised 1,090 observations concerning firms listed at the São Paulo Stock Exchange (Bovespa), in the years of 1998, 2000, 2002, 2004 and 2006, whose governance practices were scored in the BCGi. Data has been processed using multinomial logistic regression techniques. Regarding association with lower equity costs, results indicate that of the three practices addressing disclosure only one can be looked upon as particularly relevant; of the five practices addressing board composition only one can be regarded as particularly relevant; of the four practices addressing ownership structure, one is downright irrelevant while relative importance of the remaining three could not be ascertained; and of the three practices addressing shareholder rights all are apparently relevant. The results obtained do not contradict previous findings in the literature, where higher governance scores are related to lower equity costs, but do provide evidence in support of index criticism. Indexes do apparently have the power to mask the effective relevance of certain practices and the assumptions of practices' independence, additiveness and equal relevance do not stand. Continuation on this work line seems valid, and we suggest other approaches using diverse metrics for equity cost, the use of other accounting

variables, if at all possible work with larger samples and incorporation of signal theory (SPENCE, 1973) to the investigations.

Keywords: Corporate governance; equity cost; governance index; multinomial logistic regression.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS CONTÍNUAS	33
TABELA 2 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES	33
TABELA 3 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GEVID E SEVID	34
TABELA 4 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GBOARD E SBOARD	34
TABELA 5 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GPROP E SPROP	35
TABELA 6 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GDIR E SDIR	35
TABELA 7 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - EVIDENCIAÇÃO, PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO	40
TABELA 8 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - EVIDENCIAÇÃO, ANO SEGUINTE AO DA OBSERVAÇÃO	41
TABELA 9 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - CONSELHO, PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO	45
TABELA 10 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - CONSELHO, ANO SEGUINTE AO DA OBSERVAÇÃO	46
TABELA 11 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - PROPRIEDADE E CONTROLE, PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO	49
TABELA 12 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - PROPRIEDADE E CONTROLE, ANO SEGUINTE AO DA OBSERVAÇÃO	50
TABELA 13 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - DIREITOS DOS ACIONISTAS, PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO	54
TABELA 14 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS - DIREITOS DOS ACIONISTAS, ANO SEGUINTE AO DA OBSERVAÇÃO	55

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - BCGi – PERGUNTAS SOBRE EVIDENCIAÇÃO	26
QUADRO 2 - BCGi – PERGUNTAS SOBRE COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO	26
QUADRO 3 - BCGi – PERGUNTAS SOBRE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE	27
QUADRO 4 - BCGi – PERGUNTAS SOBRE DIREITOS DOS ACIONISTAS	28
QUADRO 5 - VARIÁVEIS COMPONENTES DA BASE DE DADOS.....	31
QUADRO 6 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS À EVIDENCIAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	42
QUADRO 7 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS A COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	46
QUADRO 8 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	51
QUADRO 9 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS A DIREITOS DOS ACIONISTAS E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	56

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	20
2.3	CRÍTICAS AOS ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	22
3	DELINEAMENTO E PLANEJAMENTO DA PESQUISA	24
3.1	O <i>BRAZILIAN CORPORATE GOVERNANCE INDEX - BCGi</i>	25
3.2	CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO	29
3.3	VARIÁVEIS DE CONTROLE	30
3.4	VARIÁVEIS COMPONENTES DA BASE DE DADOS	31
4	DADOS E METODOLOGIA	32
4.1	A AMOSTRA	32
4.2	PROCEDIMENTO METODOLÓGICO PARA ANÁLISE DOS DADOS	35
4.2.1	Regressão Logística Multinomial	35
4.2.2	Especificação dos Modelos	36
5	RESULTADOS	38
5.1	EVIDENCIAÇÃO	40
5.2	COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO	45
5.3	ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE	49
5.4	DIREITOS DOS ACIONISTAS.....	54
5.5	COMENTÁRIO GERAL SOBRE OS RESULTADOS	57
6	CONCLUSÃO	59
6.1	SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS.....	60
6.2	LIMITAÇÕES	61
	REFERÊNCIAS	63

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa busca tratar e compreender os mecanismos com que os indivíduos que aplicam seu capital em empresas asseguram-se de obter um retorno de seu investimento e é assunto abordado freqüentemente na literatura sobre contabilidade (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Vários trabalhos investigam o possível relacionamento entre governança corporativa e variáveis quantitativas de caráter contábil. Para tanto, buscam elaborar métricas capazes de capturar o grau de governança corporativa associado a organizações, sob a forma de índices (KLAPPER, LOVE, 2004; KLOCK *et al*, 2005; BROWN, CAYLOR, 2006; BEBCHUK *et al*, 2009).

Tais índices são baseados em perguntas sobre a adoção de determinadas práticas de governança corporativa, cada uma passível de uma resposta binária (sim ou não), que usualmente buscam cobrir todas ou algumas de quatro dimensões: Evidenciação, Composição e Funcionamento do Conselho, Estrutura e Controle da Propriedade e Direitos dos Acionistas. O critério final para avaliação do maior ou menor grau de governança corporativa no caso dos índices prende-se ao *score* obtido pela adição dos resultados das respostas binárias. Os pressupostos subjacentes ao uso de tal critério são: as práticas são independentes (uma não prejudica outra); as práticas são aditivas (duas sempre melhor que uma); as práticas têm a mesma relevância (uma não é melhor que outra).

Exemplos de índices são o *Brazilian Corporate Governance Index - BCGI*

(LOPES, 2008) e o *Corporate Governance Score - CGs* (BOTOSAN, 1997). Outros índices semelhantes existem, variando o número de práticas agregadas em sua composição. Dentre os índices, alguns chegam a atribuir pesos às práticas, segundo a sensibilidade de um painel de especialistas (MARTYNOVA e RENNEBOOG, 2010).

Tais índices, ou suas partes componentes relativas a determinadas dimensões, são confrontados em diversos trabalhos com variáveis quantitativas de caráter contábil, buscando elicitare possíveis relações estatisticamente significantes com a governança. Na literatura são encontrados trabalhos que associam, por exemplo: *scores* mais altos de governança corporativa a menor custo de capital (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN e PLUMLEE, 2002; GOMPERS *et al*, 2003; ALENCAR, 2007; BYUN *et al*, 2008); *scores* mais altos de governança corporativa a menor custo da dívida (BYUN, 2007); *scores* mais altos de governança corporativa a maior retorno sobre o ativo (CARVALHAL DA SILVA e LEAL, 2005); *scores* mais altos de governança corporativa a maior valor de mercado (CHEUNG *et al*, 2007) e assim por diante.

Estudos como os citados acima foram adequadamente justificados, tanto em fundamentação teórica quanto em metodologia utilizada, e propiciaram contribuições relevantes para o conhecimento de mecanismos de governança corporativa. A metodologia utilizada nos mesmos envolve usualmente a aplicação de técnicas de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários, em suas variadas modalidades de tratamento dos dados (*pooled*, séries temporais e em painel), buscando esclarecer relações entre índices de governança corporativa e variáveis de caráter contábil.

Contudo, o uso de índices para qualificação de graus de governança corporativa não tem sido isento de críticas (BHAGAT *et al*, 2008; MARTYNOVA e RENNEBOOG, 2010). Dentre as críticas, uma está ligada menos à forma de elaboração dos índices e mais à métrica final em que são transformados. Baseados, como são, em respostas binárias, sua forma final é usualmente dada por um *score* aditivo das mesmas.

Na mais simples das situações, um índice composto a partir de somente duas perguntas, no qual a resposta *não* fosse representada por 0 e a resposta *sim* fosse representada por 1, poderia obter os seguintes vetores de resposta: (0,0) com *score* 0; (0,1) com *score* 1; (1,0) com *score* 1 e (1,1) com *score* 2. Ao avaliar pelo *score*, os vetores (0,1) e (1,0) não são diferenciáveis, pois tem o mesmo *score* de 1, e o impacto sobre as interpretações de dados referentes aos mesmos podem evidentemente ser relevantes.

Instigado por estas contribuições precursoras, o presente trabalho propõe adotar uma abordagem diferente para a investigação de relações entre governança corporativa e variáveis de caráter contábil. O problema de pesquisa aqui endereçado é: **quais combinações de práticas de governança se mostram significativamente associadas a determinada variável de caráter contábil?**

As práticas de governança corporativa objeto de investigação serão as mesmas avaliadas para a elaboração do já citado *BCGi* (LOPES, 2008) e a variável de caráter contábil eleita para investigação no presente trabalho será o custo de capital próprio (K_e), em linha com trabalhos anteriores baseados em índices (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN e PLUMLEE, 2002; GOMPERS *et al*, 2003; ALENCAR, 2007; LOPES e ALENCAR, 2008; BYUN *et al*, 2008).

Esta abordagem diferenciada se justifica por propiciar a investigação das práticas de governança corporativa sem que seja necessário admitir os pressupostos de independência, aditividade e igual relevância subjacentes ao uso de índices. Também contorna um problema levantado na literatura sobre a crença de que “boas” e “más” práticas de governança corporativa podem ser identificadas (BRICKLEY e ZIMMERMAN, 2010) e pode ajudar a esclarecer se diferentes combinações de práticas, ainda que representadas por um mesmo *score*, possuem probabilidades diferentes de se mostrar associadas a variações de uma variável de caráter contábil.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Apresenta-se a seguir, de forma breve, o esclarecimento de alguns conceitos que sustentam a motivação do presente trabalho.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A separação entre gestão e propriedade das empresas, observada principalmente a partir da Revolução Industrial no século XVIII, trouxe consigo o aumento da probabilidade de expropriação do capital aplicado nas mesmas por parte dos gestores, procurando-se contornar tal risco por meio da contratação voluntária de auditores independentes para avaliar os atos dos administradores a quem os recursos eram confiados (IMHOFF, 2003).

A governança corporativa busca justamente tratar e compreender os mecanismos com que os indivíduos que aplicam seu capital em empresas asseguram-se de obter um retorno de seu investimento (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Jensen e Meckling (1976), a partir de uma fundamentação robusta usada frequentemente como base de sustentação nas discussões sobre governança corporativa, definem a firma como um conjunto de contratos, explícitos e implícitos, que regulam seu relacionamento com diversos públicos interessados. Esta formulação é conhecida como a teoria da agência. A relação de agência é um contrato sob o qual um ou mais indivíduos (os principais) conferem a outrem (o

agente) a prerrogativa de lhes prestar algum serviço, envolvendo a delegação de autoridade.

O agente nem sempre atuará segundo os melhores interesses do principal, seja por incompetência, negligência ou má fé. Nesta situação podem surgir os chamados custos de agência e de transação, que incluem criação e estruturação de contratos, monitoramento, obrigações ou perdas residuais. O raciocínio é de que à medida que a participação do gestor na propriedade da firma decresce, maior é o seu interesse no aproveitamento de benefícios não pecuniários obtidos da mesma, visando compensar a redução de suas retiradas financeiras (JENSEN e MECKLING, 1976).

Portanto, o valor de mercado da firma tenderia a diminuir, já que os demais interessados desconfiam que a intenção do primeiro é se apropriar de parte da riqueza gerada a partir das atividades empresariais, que em princípio deveria ser distribuída a todos. Isto ocorre devido à chamada assimetria informacional: os vários interessados não possuem ou percebem de forma igual a totalidade das informações disponíveis (racionalidade limitada), cada elo na cadeia buscando obter e revelar informações que lhe sejam interessantes e esconder as que lhe possam ser desfavoráveis (JENSEN e MECKLING, 1976).

Logo, boas práticas de governança corporativa devem implementar mecanismos capazes de reduzir a assimetria informacional, minimizando assim custos de transação e propiciando maior proteção a investidores (LOPES, MARTINS, 2005). A própria divulgação do grau de aderência das empresas a tais práticas serviria à redução da assimetria informacional e este acaba sendo um dos intuitos da elaboração de índices de governança.

Bebchuk *et al* (2009) investigaram quais dentre as 24 práticas de governança corporativa incorporadas na composição de um índice publicado pelo IRRC (*Institutional Investors Research Center*) se mostravam efetivamente correlacionadas a valor da empresa e retorno aos acionistas. Chegaram a um índice reduzido incorporando 6 das práticas, que se mostrou monotonicamente associado à redução no valor da empresa medido pelo Q de Tobin. Maiores valores do mesmo índice reduzido se mostraram também associados a maiores retornos anormais negativos durante o período 1990-2003. Mostraram que as 6 práticas do índice reduzido eram as que efetivamente impulsionavam as correlações com redução no valor da firma e também menor retorno, identificadas anteriormente por meio do índice completo.

Cremers e Nair (2005) investigaram a interação entre governança externa à firma e governança interna. Usando como critério um índice próprio identificador de governança externa e interna, montaram carteiras simuladas de investimento incorporando títulos de diferentes companhias com diferentes combinações de mecanismos de governança interna e externa. Encontraram como resultado que ao se criar uma carteira de títulos, com base na importância de mecanismos externos de governança, em que sejam comprados títulos de firmas com maior vulnerabilidade a *takeover* e vendidos títulos de firmas com menor vulnerabilidade a *takeover*, altos retornos anormais são obtidos somente na presença concomitante de investidores institucionais (fundos públicos de pensão) como proprietários de tal carteira. Por outro lado, carteira similar montada com base na importância de mecanismos internos de governança gera altos retornos anormais somente quando alta vulnerabilidade a *takeover* está presente.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Botosan (1997) investigou a associação entre a evidenciação, como dimensão de governança corporativa, e o custo de capital próprio (K_e) em 122 empresas norte-americanas. Seu trabalho aponta que o efeito do nível de evidenciação sobre o custo de capital é assunto de grande interesse e importância para a comunidade financeira. Para os fins da investigação a autora elaborou um índice próprio como métrica para o nível de evidenciação. Seus resultados indicam que, para firmas com baixo acompanhamento por parte de analistas especializados, maiores níveis de evidenciação estão associados a um menor custo de capital. Contudo, firmas sujeitas a alto acompanhamento por parte de analistas, não apresentaram evidências de tal associação.

Botosan e Plumlee (2002) investigaram a associação entre o custo de capital próprio e três tipos de evidenciação, medidos por meio de índices próprios elaborados, em empresas norte-americanas. Seus resultados indicam que o custo de capital diminui à medida que aumenta o nível de evidenciação ligado a relatórios anuais. Não encontraram evidências de associação entre o custo de capital e o nível de evidenciação ligado a atividades de relacionamento com investidores. E, inesperadamente, segundo as autoras, os resultados indicaram um crescimento do custo de capital à medida que aumenta o nível de evidenciação ligado à frequência de publicação de relatórios.

Gompers *et al* (2003) examinaram a governança corporativa em sua dimensão ligada aos direitos dos acionistas. Usando um índice de governança próprio, elaborado a partir de 24 regras de governança, acompanharam cerca de 1.500 empresas durante os anos 90. Seus resultados indicam que firmas que

garantem maiores direitos aos acionistas apresentam maior valor de mercado, maiores lucros, maior crescimento de vendas e menor custo de capital.

Alencar (2007) e Lopes e Alencar (2008) examinaram a associação entre nível de evidenciação e custo de capital próprio, em uma amostra contendo as 50 empresas de capital aberto cujas ações foram as mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período entre 1998 e 2006. Trabalharam com a hipótese de que em ambientes com baixo nível de evidenciação, como o brasileiro, a variabilidade nas práticas de evidenciação entre empresas seria maior do que aquela encontrada no mercado norte-americano e, conseqüentemente, o efeito marginal da evidenciação seria maior.

Usando um índice próprio para medir a evidenciação, os resultados encontrados confirmaram a hipótese, indicando que forte associação entre custo de capital e evidenciação no caso de empresas brasileiras, sendo os resultados mais pronunciados para empresas com baixa cobertura de analistas e baixa concentração acionária.

Byun *et al* (2008) examinam a relação entre práticas de governança corporativa e o custo de capital próprio em firmas sul-coreanas, usando um índice de governança elaborado pelo *Korea Corporate Governance Service (KCGS)*. O trabalho mostra que boas práticas, a juízo dos autores, de governança corporativa estão negativamente relacionadas ao custo de capital próprio. Dentre as práticas, aquelas relativas à proteção de direitos dos acionistas mostram-se as mais significativas na redução do custo de capital. Práticas relativas à composição do conselho de administração e política de evidenciação também se mostram importantes na redução do custo de capital.

Byun *et al* (2008) concluem que boas práticas de governança corporativa reduzem o custo de capital próprio por meio da redução de problemas de agência e de assimetria informacional.

2.3 CRÍTICAS AOS ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme exposto anteriormente, o uso de índices como *proxies* para avaliação de níveis diferenciados de governança corporativa não está isento de críticas.

Bhagat *et al* (2008) discutem sobre a criação de métricas qualitativas de governança corporativa que incorporam em um único número (um índice ou classificação de governança corporativa) as múltiplas dimensões relativas à governança em uma empresa. Os autores objetivam no artigo, analisar a efetividade de tais índices na previsão de desempenho empresarial e discutir as implicações para decisões e políticas adotadas por gestores e investidores decorrentes da apreciação dos mesmos. Os autores apontam limitações metodológicas que prejudicam as conclusões de estudos que pretendem ter identificado relações entre desempenho empresarial e índices de governança corporativa.

Bhagat *et al* (2008) também argumentam não ter encontrado um relacionamento consistente entre índices e métricas de avaliação de desempenho das empresas. Discorrem sobre a inexistência de uma métrica adequada capaz de avaliar um “melhor” nível de governança corporativa, argumentando que sistemas efetivos para medição de governança corporativa dependem do contexto e das circunstâncias em que as firmas se encontram inseridas, concluindo que índices de governança corporativa são instrumentos por demais imperfeitos para almejar fins tais como prover informações que levem a melhores decisões.

Martynova e Renneboog (2010) realizaram uma extensa análise comparativa de sistemas regulatórios de governança corporativa e sua evolução ao longo de 15 anos em 30 países europeus e nos Estados Unidos. Não obstante ser o objetivo do trabalho propor metodologias que levem à criação de índices de governança corporativa melhores e mais detalhados, capazes de capturar, tratar e convergir práticas consideradas relevantes, concluem justamente pela inexistência, até o presente, de índices já criados capazes de desempenhar plenamente tal papel.

Brickley e Zimmerman (2010) argumentam que os meios de comunicação, políticos e acadêmicos, tomam como corretas certas crenças a respeito de governança corporativa que deveriam, na verdade, ser encaradas como “mitos”.

Tais mitos, na apreciação dos autores, incluem: (1) existe uma definição consensual para governança corporativa; (2) “interno” *versus* “externo” é uma distinção útil entre mecanismos de governança corporativa; (3) diretores externos desempenham dois papéis distintos numa organização: aconselhar e monitorar os gestores; (4) pesquisas foram capazes de identificar e discriminar entre “boas” e “más” práticas de governança corporativa; (5) é possível elaborar um índice de “boa” governança corporativa; e (6) “melhores práticas” de governança corporativa podem ser deduzidas a partir de dados sobre os pares de uma indústria ou setor. Os autores concluem que nenhum destes “mitos” possui respaldo na realidade e recomendam especial cautela ao lidar com afirmativas de tal teor.

Capítulo 3

3 DELINEAMENTO E PLANEJAMENTO DA PESQUISA

Conforme exposto anteriormente, o objetivo do presente trabalho é investigar quais combinações de práticas de governança corporativa se mostram significativamente associadas ao custo de capital próprio (K_e). Reconhece-se que tal associação já foi anteriormente investigada em trabalhos que elaboraram índices como *proxies* para governança corporativa (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN e PLUMLEE, 2002; GOMPERS *et al*, 2003; ALENCAR, 2007; BYUN *et al*, 2008; LOPES e ALENCAR, 2008). Contudo, diferentemente das investigações anteriores, pretende-se aqui analisar cada uma das próprias combinações de práticas em lugar dos *scores* (notas) de governança obtidos a partir das mesmas. Uma investigação deste teor permite prescindir dos pressupostos de independência, aditividade e igual relevância subjacentes ao uso dos *scores*, além de respeitar algumas das críticas tecidas ao uso dos índices.

Não se pretende prever desempenho ou determinar causalidade e sim inferir associações, limitadas à amostra a ser considerada. Serão usadas as mesmas práticas utilizadas para a elaboração do BCGi, que são em princípio consideradas “boas práticas”. Contudo, não há pretensão de emitir juízo de valor quanto à existência de práticas de governança corporativa “boas”, “más”, “melhores” ou “piores”. A seguir, será apresentado o BCGi, e as variáveis que serão utilizadas nos procedimentos metodológicos.

3.1 O *BRAZILIAN CORPORATE GOVERNANCE INDEX - BCG_i*

As práticas de governança corporativa cujas combinações serão analisadas no presente trabalho são as mesmas endereçadas pelo *Brazilian Corporate Governance Index (BCG_i)*. O *Brazilian Corporate Governance Index (BCG_i)* é um índice de governança corporativa elaborado internamente pela *FUCAPE Business School* por incentivo de Lopes (2008). É baseado em quinze perguntas que cobrem quatro dimensões de governança corporativa: evidenciação, composição e funcionamento do conselho, estrutura e controle da propriedade e direitos dos acionistas. Cada uma das perguntas que compõe o índice tem resposta exclusivamente binária (ou *sim* = 1 ou *não* = 0), e seu *score* (“nota”) final é reportado em termos da soma dos elementos, refletindo quantas das 15 perguntas foram respondidas com um *sim*.

Quanto mais alto o *score* obtido, que pode variar de 0 a 15, melhor é considerada a governança da empresa. O índice endereça atributos e práticas que são considerados como refletindo boa governança corporativa, conforme propostas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, Comissão de Valores Mobiliários – CVM e Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, e também pelo Banco Mundial (LOPES, 2008).

As três perguntas relativas a práticas ligadas a evidenciação e os critérios norteadores para as respostas são mostradas no Quadro 1 a seguir.

<p>1 A empresa publica suas demonstrações na data exigida pela Lei? <i>Fonte: CVM. Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i></p>
<p>2 A empresa publica demonstrações de acordo com normas internacionais de contabilidade (US-GAAP ou IFRS)? <i>Fonte: NYSE / Bovespa. Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i></p>
<p>3 A empresa utiliza uma das grandes empresas internacionais de auditoria? <i>Fonte: CVM ; Bovespa. Se auditada por Price, Deloitte, Andersen, KPMG ou Ernst&Young = 1 ; caso contrário = 0.</i></p>

QUADRO 1 – BCGi – PERGUNTAS SOBRE EVIDENCIAÇÃO

Fonte: FUCAPE Business School (LOPES, 2008).

São possíveis oito combinações de respostas para as práticas de evidenciação acima. Estas combinações podem ser representadas pelos seguintes vetores de resposta: (0,0,0) cujo score é igual a 0; (0,0,1) (0,1,0) (1,0,0) cujos scores são iguais a 1; (0,1,1) (1,0,1) (1,1,0) cujos scores são iguais a 2; e (1,1,1) cujo score é igual a 3. Cada um destes vetores representa uma categoria de combinação de práticas, sendo que o vetor (0,0,0) representa a não adoção de qualquer prática. Estas categorias são representadas pela variável GEVID, e os respectivos scores são representados pela variável SEVID.

No Quadro 2 a seguir são mostradas as cinco perguntas relativas a práticas ligadas a composição e funcionamento do conselho.

<p>4 O presidente do Conselho de Administração (<i>Chairman of the Board</i>) e o Presidente (CEO) da empresa não são a mesma pessoa? <i>Fonte: Bovespa. Se COB diferente de CEO = Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i></p>
<p>5 Na composição do conselho (<i>board</i>) não é predominante a presença de <i>insiders</i>? <i>Fonte: Bovespa. Quando uma pessoa participa ao mesmo tempo do Conselho de Administração e da Diretoria ela é insider (ou seja, membro código 3 na tabela da Bovespa). Se a quantidade desses Insiders dividida pela quantidade total dos membros do Conselho de Administração (ver próxima pergunta) for $\leq 0,5$ então = 1 ; caso contrário = 0.</i></p>
<p>6 O tamanho do conselho (<i>board</i>) está entre 5 e 9 membros conforme sugerido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa? <i>Fonte: Bovespa. Quantidade de membros do Conselho de Administração (excluídos os listados como suplentes) > 5 e < 9 então 1 senão 0.</i></p>
<p>7 Os membros do conselho (<i>board</i>) têm mandatos consecutivos de um ano conforme sugerido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa? <i>Fonte: Bovespa. Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i></p>
<p>8 Existe um Conselho Fiscal permanente? <i>Fonte: Bovespa. Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i></p>

QUADRO 2 - BCGi – PERGUNTAS SOBRE COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO

Fonte: FUCAPE Business School (LOPES, 2008).

São possíveis 32 combinações de respostas para as práticas ligadas a composição e funcionamento do conselho. Estas combinações podem ser representadas pelos seguintes vetores de resposta: (0,0,0,0,0) cujo score é igual a 0; (0,0,0,0,1) (0,0,0,1,0) (0,0,1,0,0) (0,1,0,0,0) (1,0,0,0,0) cujos scores são iguais a 1; (0,0,0,1,1) (0,0,1,0,1) (0,0,1,1,0) (0,1,0,0,1) (0,1,0,1,0) (0,1,1,0,0) (1,0,0,0,1) (1,0,0,1,0) (1,0,1,0,0) (1,1,0,0,0) cujos scores são iguais a 2; (0,0,1,1,1) (0,1,0,1,1) (0,1,1,0,1) (0,1,1,1,0) (1,0,0,1,1) (1,0,1,0,1) (1,0,1,1,0) (1,1,0,0,1) (1,1,0,1,0) (1,1,1,0,0) cujos scores são iguais a 3; (0,1,1,1,1) (1,0,1,1,1) (1,1,0,1,1) (1,1,1,0,1) (1,1,1,1,0) cujos scores são iguais a 4; e (1,1,1,1,1) cujo score é igual a 5. Cada um destes vetores representa uma categoria de combinação de práticas, sendo que o vetor (0,0,0,0,0) representa a não adoção de qualquer prática. Estas categorias são representadas pela variável GBOARD, e os respectivos scores são representados pela variável SBOARD.

No Quadro 3 a seguir são mostradas as quatro perguntas relativas a práticas ligadas a estrutura de propriedade e controle.

9 Os acionistas controladores possuem menos do que 50% das ações ordinárias? <i>Fonte: Economatica. Se Qtd de Ações Com Voto possuídas pelo 1º maior acionista dividida pela Qtd Total de Ações Com Voto $\leq 0,5$ então 1 ; caso contrário = 0.</i>
10 O percentual das ações ordinárias em relação ao total é maior do que 80%? <i>Fonte: Economatica. Se Qtd Total de Ações Com Voto dividida pela Qtd Total de Ações Com Voto + Ações Sem Voto $\geq 0,8$ então 1 ; caso contrário = 0.</i>
11 A razão entre os direitos do fluxo de caixa (cash flow rights) em relação aos direitos de voto dos controladores é maior do que 1 ? <i>Fonte: Economatica. Se % de Ações Sem Voto (pref) possuído pelo maior acionista dividido pelo % de Ações Com Voto (ord) possuído também pelo maior acionista for ≥ 1 então 1 ; caso contrário = 0.</i>
12 O free float é maior ou igual ao requerido pelo novo mercado da Bovespa (25%)? <i>Fonte: Economatica. Se Qtd Total de Ações Com Voto possuídas por todos os acionistas exceto o maior dividida pela Qtd Total de Ações Com Voto (inclusive as do maior acionista) $\geq 0,25$ então 1 ; caso contrário = 0.</i>

QUADRO 3 – BCGi – PERGUNTAS SOBRE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE
Fonte: FUCAPE Business School (LOPES, 2008).

São possíveis 16 combinações de respostas para as práticas ligadas a estrutura de propriedade e controle. Estas combinações podem ser representadas pelos seguintes vetores de resposta: (0,0,0,0) cujo score é igual a 0; (0,0,0,1) (0,0,1,0) (0,1,0,0) (1,0,0,0) cujos scores são iguais a 1; (0,0,1,1) (0,1,0,1) (0,1,1,0) (1,0,0,1) (1,0,1,0) (1,1,0,0) cujos scores são iguais a 2; (0,1,1,1) (1,0,1,1) (1,1,0,1) (1,1,1,0) cujos scores são iguais a 3; e (1,1,1,1) cujo score é igual a 4. Cada um destes vetores representa uma categoria de combinação de práticas, sendo que o vetor (0,0,0,0) representa a não adoção de qualquer prática. Estas categorias são representadas pela variável GPROP, e os respectivos scores são representados pela variável SPROP.

Finalmente, no Quadro 4 a seguir são mostradas as três perguntas relativas a práticas ligadas a direitos dos acionistas.

13 O estatuto da empresa estabelece a arbitragem como forma de resolver os conflitos? <i>Fonte: Bovespa. Se compromissada com a Camara de Arbitragem da Bovespa = Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i>
14 O estatuto estabelece direitos de voto adicionais além daqueles exigidos pela Lei? <i>Fonte: Bovespa, verificado o estatuto. Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i>
15 A empresa dá tag along aos seus acionistas além do que é exigido pela Lei? <i>Fonte: Bovespa, verificado o estatuto. Sim = 1 ; caso contrário = 0.</i>

QUADRO 4 – BCGi – PERGUNTAS SOBRE DIREITOS DOS ACIONISTAS

Fonte: FUCAPE Business School (LOPES, 2008).

São possíveis oito combinações de respostas para as práticas de ligadas a direitos dos acionistas. Estas combinações podem ser representadas pelos seguintes vetores de resposta: (0,0,0) cujo score é igual a 0; (0,0,1) (0,1,0) (1,0,0) cujos scores são iguais a 1; (0,1,1) (1,0,1) (1,1,0) cujos scores são iguais a 2; e (1,1,1) cujo score é igual a 3. Cada um destes vetores representa uma categoria de combinação de práticas, sendo que o vetor (0,0,0) representa a não adoção de qualquer prática. Estas categorias são representadas pela variável GDIR, e os respectivos scores são representados pela variável SDIR.

3.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Para a estimativa do custo de capital próprio (Ke) várias metodologias são possíveis, não necessariamente apresentando os mesmos valores para o custo de capital próprio (MARTINS *et al*, 2006). O modelo *CAPM* (*Capital Assets Pricing Model*) é freqüentemente usado. Mas existem indicações de que ao calcular o custo de capital próprio conforme este modelo e confrontá-lo a métricas de governança corporativa, no Brasil, os resultados obtidos são conflitantes entre si e com o relatado pelo corpo da literatura internacional: maior nível de governança estaria associado a maior custo de capital próprio (MAZER, 2007; ROGERS *et al*, 2008; SALMASI e MARTELANC, 2009).

Para manter linha com o corpo teórico apresentado anteriormente, para a estimativa do custo de capital próprio (Ke) optou-se por adotar a mesma metodologia proposta por Hail e Leuz (2005), baseada em artigo de Ohlson e Juettner-Nauroth (2005), e usada por Easton (2004) e Francis *et al* (2005), em que Ke é definido como:

$$Ke_t = r_t = A + \sqrt{A^2 + \frac{LPA_{t+1}}{P_t} \cdot \left(\frac{LPA_{t+2} - LPA_{t+1}}{LPA_{t+1}} - \gamma \right)} \quad (1)$$

e

$$A = \frac{1}{2} \cdot \left(\gamma + \frac{DIV_{t+1}}{P_t} \right) \quad (2)$$

onde:

Ke_t é o custo de capital próprio para o ano t ;

P_t é o preço de fechamento da ação ao final do ano t ;

LPA_{t+1} é o lucro por ação para o ano $t+1$;

LPA_{t+2} é o lucro por ação para o ano $t+2$;

γ é um parâmetro estimado referente ao crescimento da economia, tendo-se utilizado o valor de 2,49%, equivalente ao crescimento médio do PIB real brasileiro ao longo do período analisado ;

DIV_{t+1} é o valor dos dividendos pagos por ação no ano $t+1$.

Os dados para os cálculos do K_e foram obtidos a partir da base de dados Economatica, tendo como critério a classe de ações mais negociada para uma determinada companhia no ano t . O ideal, segundo a especificação original do modelo de Ohlson e Juettner-Nauroth, seria utilizar o lucro por ação projetado por analistas em um determinado período para o período seguinte. Na impossibilidade de acesso a tal informação, optou-se por sua substituição pela informação disponível sobre o lucro por ação efetivamente observado. Uma limitação da métrica para custo de capital próprio usando o modelo expresso pela equação (1) é somente ser calculável para situações de crescimento dos lucros. Em situações onde os lucros sejam decrescentes o custo de capital próprio deixa de ser capturável pelo modelo, levando, portanto, no presente trabalho, à exclusão da amostra de observações onde tal situação se configurava.

3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Foram utilizadas como variáveis de controle na especificação de alguns modelos analisados o tamanho da empresa (LNAT), representado pelo logaritmo natural do Ativo Total da empresa em um determinado ano; e endividamento da empresa (DBPL), representado pela razão entre dívida bruta e patrimônio líquido da

empresa em um determinado ano t . Ambas as variáveis foram extraídas a partir do banco de dados Economatica.

3.4 VARIÁVEIS COMPONENTES DA BASE DE DADOS

As variáveis componentes da base de dados submetida a análise são apresentadas no Quadro 5.

Variável	Descrição
IDC	Código numérico identificador da companhia.
ANO	Ano da observação.
GEVID	Variável categórica que identifica a qual combinação de práticas relativas a evidenciação, dentre as 8 possíveis, se refere a observação.
GBOARD	Variável categórica que identifica a qual combinação de práticas relativas a composição e funcionamento do conselho, dentre as 32 possíveis, se refere a observação.
GPROP	Variável categórica que identifica a qual combinação de práticas relativas a estrutura de propriedade e controle, dentre as 16 possíveis, se refere a observação.
GDIR	Variável categórica que identifica a qual combinação de práticas relativas a direitos dos acionistas, dentre as 8 possíveis, se refere a observação.
SEVID	Variável categórica que identifica o score referente a práticas relativas a evidenciação da observação. Varia de 0 a 3.
SBOARD	Variável categórica que identifica o score referente a práticas relativas a composição e funcionamento do conselho da observação. Varia de 0 a 5.
SPROP	Variável categórica que identifica o score referente a práticas relativas a estrutura de propriedade e controle da observação. Varia de 0 a 4.
SDIR	Variável categórica que identifica o score referente a práticas relativas a direitos dos acionistas da observação. Varia de 0 a 3.
Ke_t	Custo de capital próprio referente ao ano da observação
Ke_{t+1}	Custo de capital próprio referente ao ano seguinte ao da observação.
$LNAT_t$	Logaritmo natural do Ativo Total da companhia para o ano da observação. <i>Proxy</i> para tamanho da companhia.
$LNAT_{t+1}$	Logaritmo natural do Ativo Total da companhia para o ano seguinte ao da observação. <i>Proxy</i> para tamanho da companhia.
$DBPL_t$	Endividamento da companhia para o ano da observação, expresso como razão entre a dívida bruta (total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo) e o patrimônio líquido.
$DBPL_{t+1}$	Endividamento da companhia para o ano seguinte ao da observação, expresso como razão entre a dívida bruta e o patrimônio líquido.

QUADRO 5 – VARIÁVEIS COMPONENTES DA BASE DE DADOS

Elaborado pelo Autor.

Capítulo 4

4 DADOS E METODOLOGIA

4.1 A AMOSTRA

A amostra era composta inicialmente por 2.435 observações referentes a empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), nos anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2006, cujas práticas de governança corporativa foram levantadas por meio do BCGi e para as quais foram buscados os demais dados necessários. Para muitas destas observações não foi possível obter quaisquer dados adicionais, além da própria aplicação das práticas de governança corporativa, não sendo possível obter no banco de dados Economatica informações que permitissem preencher todas as variáveis referentes a todas as observações. Observações também foram excluídas devido a limitações da métrica de captura do custo de capital próprio utilizada, conforme exposto na seção 3.2 acima. Outras observações foram excluídas após o tratamento dos dados, retirando-se valores extremos (*outliers*) e erros de medida detectáveis, mediante processos estatísticos usuais (GNANADESIKAN e KETTENRING, 1972). Com isso, a amostra final utilizada foi composta por 1.090 observações, sendo 238 relativas ao ano de 1998, 249 relativas ao ano de 2000, 202 relativas ao ano de 2002, 203 relativas ao ano de 2004 e 198 relativas ao ano de 2006. Por característica do levantamento de dados e elaboração do BCGi, não há na amostra dados referentes aos anos intermediários. As observações relativas a cada empresa referem-se à classe de ações mais negociada.

Dentre estas observações, ocorrem casos em que a falta de alguma informação inviabiliza seu uso em certo procedimento metodológico. Assim, o número de observações efetivamente utilizado em cada um dos procedimentos metodológicos descritos mais adiante consta das tabelas que apresentam os resultados de tais procedimentos.

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis contínuas.

TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS CONTÍNUAS

Variável	Observações	Média	Mediana	Desvio		
				Padrão	Mínimo	Máximo
Ke_t	712	0,5669	0,4047	0,4846	0,0331	2,4916
Ke_{t+1}	708	0,5098	0,3688	0,4010	0,0321	2,0853
$LNAT_t$	1.089	20,1925	20,2493	1,9823	13,0584	26,0913
$LNAT_{t+1}$	1.090	20,2718	20,3479	2,0263	12,7038	26,4272
$DBPL_t$	1.062	0,6543	0,4906	0,8341	-2,0150	4,1160
$DBPL_{t+1}$	1.074	0,6848	0,5108	0,9076	-1,6215	4,1345

Elaborada pelo autor.

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação calculada para as variáveis contínuas.

TABELA 2 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES CONTÍNUAS

	Ke_t	Ke_{t+1}	$LNAT_t$	$LNAT_{t+1}$	$DBPL_t$	$DBPL_{t+1}$
Ke_t	1,0000					
Ke_{t+1}	0,5369	1,0000				
$LNAT_t$	-0,3514	-0,2761	1,0000			
$LNAT_{t+1}$	-0,3653	-0,2793	0,9912	1,0000		
$DBPL_t$	-0,0673	0,0011	0,2984	0,2978	1,0000	
$DBPL_{t+1}$	-0,0714	-0,0033	0,2957	0,3115	0,7532	1,0000

Elaborada pelo Autor.

A matriz acima não apresenta indícios de correlação preocupante entre variáveis independentes usadas em um mesmo modelo. Tanto as variáveis $LNAT_t$ e $LNAT_{t+1}$, quanto as variáveis $DBPL_t$ e $DBPL_{t+1}$, que apresentam alta correlação, não são usadas em um mesmo procedimento metodológico.

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva para as variáveis categóricas GEVID e SEVID.

TABELA 3 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GEVID (COMBINAÇÕES DE PRÁTICAS DE EVIDENCIAÇÃO) E SEVID (SCORES DE EVIDENCIAÇÃO)

GEVID	(0,0,0)	(0,0,1)	(0,1,0)	(1,0,0)	(0,1,1)	(1,0,1)	(1,1,0)	(1,1,1)
Frequência	13,85%	3,39%	-	28,81%	0,18%	46,42%	0,37%	6,97%
SEVID	0			1			2	
Frequência	13,85%			32,20%			46,97%	

Elaborada pelo Autor.

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva para as variáveis categóricas GBOARD e SBOARD.

TABELA 4 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GBOARD (COMBINAÇÕES DE PRÁTICAS RELATIVAS À COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO) E SBOARD (SCORES RELATIVOS À COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO)

GBOARD	(0,0,0,0,0)	(0,0,0,0,1)	(0,0,0,1,0)	(0,0,1,0,0)	(0,1,0,0,0)	(1,0,0,0,0)	(0,0,0,1,1)	(0,0,1,0,1)
Frequência	11,56%	-	0,18%	0,92%	9,17%	0,64%	0,09%	0,37%
SBOARD	0			1			2	
Frequência	11,56%			10,92%			26,88%	
GBOARD	(0,0,1,1,0)	(0,1,0,0,1)	(0,1,0,1,0)	(0,1,1,0,0)	(1,0,0,0,1)	(1,0,0,1,0)	(1,0,1,0,0)	(1,1,0,0,0)
Frequência	0,28%	2,39%	2,48%	9,27%	0,28%	0,09%	0,73%	10,92%
SBOARD							2	
Frequência							26,88%	
GBOARD	(0,0,1,1,1)	(0,1,0,1,1)	(0,1,1,0,1)	(0,1,1,1,0)	(1,0,0,1,1)	(1,0,1,0,1)	(1,0,1,1,0)	(1,1,0,0,1)
Frequência	0,18%	0,83%	1,65%	2,94%	-	0,09%	0,55%	4,68%
SBOARD							3	
Frequência							16,24%	
GBOARD	(1,1,0,1,0)	(1,1,1,0,0)	(0,1,1,1,1)	(1,0,1,1,1)	(1,1,0,1,1)	(1,1,1,0,1)	(1,1,1,1,0)	(1,1,1,1,1)
Frequência	3,94%	18,17%	0,28%	0,09%	1,65%	6,15%	8,07%	1,38%
SBOARD	3			4			5	
Frequência	33,03%			16,24%			1,38%	

Elaborada pelo Autor.

A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva para as variáveis categóricas GPROP e SPROP.

TABELA 5 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GPROP (COMBINAÇÕES DE PRÁTICAS RELATIVAS À ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE) E SPROP (SCORES RELATIVOS À ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE)

GPROP	(0,0,0,0)	(0,0,0,1)	(0,0,1,0)	(0,1,0,0)	(1,0,0,0)	(0,0,1,1)	(0,1,0,1)	(0,1,1,0)
Frequência	26,24%	23,03%	1,28%	7,71%	-	2,84%	6,61%	0,09%
SPROP	0				1			2
Frequência	26,24%				32,02%			
GPROP	(1,0,0,1)	(1,0,1,0)	(1,1,0,0)	(0,1,1,1)	(1,0,1,1)	(1,1,0,1)	(1,1,1,0)	(1,1,1,1)
Frequência	18,81%	-	-	0,83%	3,30%	7,89%	-	1,38%
SPROP	2			3		4		
Frequência	28,35%			12,02%		1,38%		

Elaborada pelo Autor.

A Tabela 6 apresenta a estatística descritiva para as variáveis categóricas GDIR e SDIR.

TABELA 6 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS GDIR (COMBINAÇÕES DE PRÁTICAS RELATIVAS A DIREITOS DOS ACIONISTAS) E SDIR (SCORES RELATIVOS A DIREITOS DOS ACIONISTAS)

GDIR	(0,0,0)	(0,0,1)	(0,1,0)	(1,0,0)	(0,1,1)	(1,0,1)	(1,1,0)	(1,1,1)
Frequência	89,17%	5,14%	0,83%	0,83%	0,28%	2,39%	0,18%	1,19%
SDIR	0			1		2		3
Frequência	89,17%			6,79%		2,84%		1,19%

Elaborada pelo Autor.

4.2 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO PARA ANÁLISE DOS DADOS

4.2.1 Regressão Logística Multinomial

O procedimento metodológico escolhido para análise dos dados foi a regressão logística multinomial.

A regressão logística multinomial é método adequado para investigação em situações nas quais a variável “dependente” é categórica e se apresenta com múltiplos níveis (AGRESTI, 2002), como é o caso no presente trabalho. As variáveis “independentes” podem ser de natureza categórica ou contínua, indiferentemente.

A interpretação dos resultados de tal regressão tanto pode se dar em termos dos coeficientes obtidos quanto, mais facilmente, da Razão de Riscos Relativos

(RRR) associada a estes coeficientes ($RRR = e^{\text{coeficiente}}$). A comparação é sempre feita contra um grupo controle escolhido pelo pesquisador. No caso presente, os grupos controle são sempre os representados por uma combinação (0,...,0) de práticas (ou seja, a não adoção de qualquer prática).

O RRR representa, para um aumento do valor ou mudança de categoria de uma variável “independente” (mantidas as demais sem mudança), em quanto aumenta ($RRR > 1$) ou diminui ($RRR < 1$) a probabilidade de encontrá-la associada a uma dada categoria da variável “dependente”, em comparação com a probabilidade de encontrá-la associada ao grupo controle (também chamado de grupo base para comparação).

4.2.2 Especificação dos Modelos

Os modelos investigados tem no papel de variável “dependente” as variáveis categóricas referentes a combinações de práticas de governança e seus scores (GEVID e SEVID; GBOARD e SBOARD; GPROP e SPROP; GDIR e SDIR), confrontando-as com as variáveis “independentes” custo de capital, tamanho da empresa (controle) e endividamento (controle).

Para cada dimensão de governança corporativa abordada pelo BCGi, portanto, foram analisados dois modelos: um tendo como variável “dependente” a categoria representada pela combinação de práticas e outro tendo como variável “dependente” a categoria representada pelo score do índice. Para cada modelo, os resultados mostram se um maior custo de capital está mais provavelmente associado (quando $RRR > 1$) ou menos provavelmente associado (quando $RRR < 1$) a uma determinada categoria (de combinações ou score) do que à categoria escolhida como base para comparação, conforme revelado por meio da razão de

riscos relativos. Note-se que uma categoria estar menos provavelmente associada a maior custo de capital, no contexto da regressão logística multinomial, equivale a esta categoria estar mais associada a menor custo de capital (quando comparada à categoria base). No presente trabalho as categorias referentes à não adoção de quaisquer práticas (combinações $(0, \dots, 0)$ e scores 0) são utilizadas consistentemente como base para comparação.

Em consonância com o utilizado em trabalhos anteriores (LOPES, 2008), as variáveis “independentes” serão utilizadas tanto em termos do próprio ano da observação quanto do ano seguinte à mesma. A lógica por trás desta divisão é a de investigar possíveis efeitos temporais sobre a captura das informações relativas a práticas de governança corporativa.

A primeira forma pressupõe que informações sobre governança são imediatamente refletidas (no próprio ano da observação) sobre o custo de capital próprio. A segunda forma pressupõe que informações sobre governança capturadas em um determinado período somente são refletidas sobre o custo de capital próprio no período posterior (o ano seguinte ao da observação).

As regressões logísticas multinomiais foram aplicadas aos dados tomados sob a forma *pooled*, sem estimação de efeitos fixos.

Uma investigação adicional sobre a interação entre as 15 práticas quando tomadas conjuntamente não pôde ser feita devido à insuficiência de tamanho da amostra e recursos computacionais.

Capítulo 5

5 RESULTADOS

A seguir são apresentados e analisados os resultados obtidos com a aplicação de regressões logísticas multinomiais aos dados. Para cada dimensão de governança corporativa são apresentadas duas tabelas e um quadro resumo. Ambas as tabelas apresentam, lado a lado para melhor visualização, os resultados das regressões usando tanto as combinações de práticas quanto os *scores* como variável “dependente”. Na primeira dentre cada par de tabelas são apresentados os resultados referentes ao confronto das práticas de governança considerando variáveis “independentes” calculadas para o próprio ano da observação. Na segunda são apresentados os resultados referentes ao confronto das práticas de governança considerando variáveis “independentes” calculadas para o ano seguinte ao da observação. Em todos os casos a variável “independente” de interesse é o custo de capital próprio da empresa (K_e), controlado por tamanho (LNAT) e endividamento (DBPL) da mesma.

Os quadros resumo apresentam conjuntamente os resultados para ambas as instâncias temporais, listando as práticas de governança consideradas.

Nas tabelas e no quadro, áreas sombreadas representam combinações de práticas ou *scores* não encontrados na amostra. Por economia de espaço, em alguns casos somente são apresentados resultados em que as combinações de práticas **ou** os *scores* a elas associados se mostraram estatisticamente significativos a pelo menos 10%.

Desde que significativa, uma razão de riscos relativos *menor* que 1 ($RRR < 1$) indica um risco relativo (e, em decorrência, uma probabilidade) de encontrar, na amostra, para empresas de mesmo tamanho e endividamento, *menores* custos de capital próprio associados a determinada combinação de práticas de governança, quando comparado ao custo de capital próprio das empresas que não adotam qualquer prática.

Por outro lado, uma razão de riscos relativos *maior* que 1 ($RRR > 1$) indica um risco relativo (e, em decorrência, uma probabilidade) de encontrar, na amostra, para empresas de mesmo tamanho e endividamento, *maiores* custos de capital próprio associados a determinada combinação de práticas de governança, quando comparado ao custo de capital próprio das empresas que não adotam qualquer prática.

5.1 EVIDENCIAÇÃO

A primeira análise realizada aborda as práticas de governança ligadas à evidenciação. Na Tabela 7, a seguir, são apresentados os resultados considerando variáveis independentes referentes ao próprio ano da observação.

TABELA 7 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS PARA EVIDENCIAÇÃO, COM VARIÁVEIS INDEPENDENTES REFERENTES AO PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO

GEVID (Combinações de Práticas)						SEVID (Scores)					
<i>Nº de observações =</i>			696			<i>Nº de observações =</i>			696		
<i>LR Chi2 (15) =</i>			285,37			<i>LR Chi2 (9) =</i>			260,10		
<i>Prob > Chi2 =</i>			0,000			<i>Prob > Chi2 =</i>			0,000		
<i>Pseudo R2 =</i>			0,1577			<i>Pseudo R2 =</i>			0,1582		
<i>Log Likelihood =</i>			-762,0383			<i>Log Likelihood =</i>			-692,2113		
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z
(0,0,1)	Ke_t	1,096	0,499	0,20	0,840	1	Ke_t	0,494	0,114	-3,06	0,002 ***
	LNAT_t	1,441	0,229	2,30	0,021 **		LNAT_t	0,784	0,065	-2,92	0,004 ***
	DBPL_t	1,005	0,268	0,02	0,987		DBPL_t	0,919	0,134	-0,58	0,563
(0,1,0)	Ke_t					2	Ke_t	0,407	0,099	-3,68	0,000 ***
	LNAT_t						LNAT_t	1,480	0,120	4,83	0,000 ***
	DBPL_t						DBPL_t	0,831	0,119	-1,30	0,194
(1,0,0)	Ke_t	0,441	0,106	-3,40	0,001 ***	3	Ke_t	0,005	0,006	-4,57	0,000 ***
	LNAT_t	0,719	0,064	-3,74	0,000 ***		LNAT_t	2,598	0,333	7,45	0,000 ***
	DBPL_t	0,905	0,137	-0,65	0,513		DBPL_t	0,801	0,216	-0,83	0,409
(0,1,1)	Ke_t					0	Ke_t	0,418	0,102	-3,56	0,000 ***
	LNAT_t						LNAT_t	1,497	0,124	4,87	0,000 ***
	DBPL_t						DBPL_t	0,833	0,119	-1,27	0,203
(1,0,1)	Ke_t	0,043	0,149	-0,91	0,365	1	Ke_t	0,043	0,149	-0,91	0,365
	LNAT_t	1,633	0,741	1,08	0,280		LNAT_t	1,633	0,741	1,08	0,280
	DBPL_t	0,294	0,368	-0,98	0,328		DBPL_t	0,294	0,368	-0,98	0,328
(1,1,0)	Ke_t	0,005	0,006	-4,54	0,000 ***	2	Ke_t	0,005	0,006	-4,54	0,000 ***
	LNAT_t	2,647	0,342	7,52	0,000 ***		LNAT_t	2,647	0,342	7,52	0,000 ***
	DBPL_t	0,799	0,216	-0,83	0,407		DBPL_t	0,799	0,216	-0,83	0,407
(1,1,1)	Ke_t					3	Ke_t	0,005	0,006	-4,57	0,000 ***
	LNAT_t						LNAT_t	2,598	0,333	7,45	0,000 ***
	DBPL_t						DBPL_t	0,801	0,216	-0,83	0,409
(0,0,0) é a categoria base para comparação. CP = Combinações de práticas. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. As áreas sombreadas indicam combinações não observadas na amostra.						0 é a categoria base para comparação. S = Scores. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão.					
*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.											

Elaborada pelo Autor.

A Tabela 8 apresenta os resultados considerando variáveis independentes referentes ao ano seguinte ao da observação.

TABELA 8 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS PARA EVIDENCIAÇÃO, COM VARIÁVEIS INDEPENDENTES REFERENTES AO ANO SEGUINTE AO DA OBSERVAÇÃO

GEVID (Combinações de Práticas)						SEVID (Scores)								
			Nº de observações = 704						Nº de observações = 704					
			LR Chi2 (18) = 302,93						LR Chi2 (9) = 272,80					
			Prob > Chi2 = 0,000						Prob > Chi2 = 0,000					
			Pseudo R2 = 0,1647						Pseudo R2 = 0,1677					
			Log Likelihood = -767,9584						Log Likelihood = -677,1387					
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z			
(0,0,1)	Ke_{t+1}	0,134	0,106	-2,53	0,011 **	1	Ke_{t+1}	0,404	0,119	-3,07	0,002 ***			
	LNAT_{t+1}	1,037	0,157	0,24	0,813		LNAT_{t+1}	0,683	0,059	-4,39	0,000 ***			
	DBPL_{t+1}	1,096	0,297	0,34	0,736		DBPL_{t+1}	1,207	0,177	1,29	0,199			
(0,1,0)	Ke_{t+1}						Ke_{t+1}	0,453	0,134	-2,68	0,007 ***			
	LNAT_{t+1}						LNAT_{t+1}	1,405	0,117	4,07	0,000 ***			
	DBPL_{t+1}						DBPL_{t+1}	1,100	0,155	0,68	0,498			
(1,0,0)	Ke_{t+1}	0,438	0,132	-2,75	0,006 ***		2	Ke_{t+1}	0,047	0,045	-3,23	0,001 ***		
	LNAT_{t+1}	0,642	0,058	-4,90	0,000 ***			LNAT_{t+1}	2,398	0,317	6,62	0,000 ***		
	DBPL_{t+1}	1,232	0,184	1,40	0,162			DBPL_{t+1}	0,851	0,216	-0,64	0,524		
(0,1,1)	Ke_{t+1}	1,096	2,127	0,05	0,962			3	Ke_{t+1}	0,047	0,045	-3,23	0,001 ***	
	LNAT_{t+1}	3,522	1,833	2,42	0,016 **				LNAT_{t+1}	2,398	0,317	6,62	0,000 ***	
	DBPL_{t+1}	1,113	0,998	0,12	0,905				DBPL_{t+1}	0,851	0,216	-0,64	0,524	
(1,0,1)	Ke_{t+1}	0,448	0,133	-2,71	0,007 ***	3			Ke_{t+1}	0,047	0,045	-3,23	0,001 ***	
	LNAT_{t+1}	1,408	0,119	4,03	0,000 ***				LNAT_{t+1}	2,398	0,317	6,62	0,000 ***	
	DBPL_{t+1}	1,102	0,156	0,69	0,492				DBPL_{t+1}	0,851	0,216	-0,64	0,524	
(1,1,0)	Ke_{t+1}	0,001	0,003	-1,32	0,188				3	Ke_{t+1}	0,047	0,045	-3,23	0,001 ***
	LNAT_{t+1}	2,534	0,889	2,65	0,008 ***					LNAT_{t+1}	2,398	0,317	6,62	0,000 ***
	DBPL_{t+1}	0,322	0,433	-0,84	0,399					DBPL_{t+1}	0,851	0,216	-0,64	0,524
(1,1,1)	Ke_{t+1}	0,044	0,042	-3,28	0,001 ***		3			Ke_{t+1}	0,047	0,045	-3,23	0,001 ***
	LNAT_{t+1}	2,474	0,332	6,75	0,000 ***					LNAT_{t+1}	2,398	0,317	6,62	0,000 ***
	DBPL_{t+1}	0,834	0,213	-0,71	0,477					DBPL_{t+1}	0,851	0,216	-0,64	0,524
(0,0,0) é a categoria base para comparação. CP = Combinações de práticas. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. As áreas sombreadas indicam combinações não observadas na amostra.								0 é a categoria base para comparação. S = Scores. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão.						
*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.														

Elaborada pelo Autor.

O Quadro 6 resume os resultados apresentados nas Tabelas 7 e 8 acima.

VI	Práticas Adotadas			Categoria (CP)	RRR	Score	RRR
	P1	P2	P3				
Ke _t	Base			(0,0,0)	-	0	-
	Não	Não	Sim	(0,0,1)	NS	1	0,494 ***
	Não	Sim	Não	(0,1,0)			
	Sim	Não	Não	(1,0,0)	0,441 ***	2	0,407 ***
	Não	Sim	Sim	(0,1,1)			
	Sim	Não	Sim	(1,0,1)	0,418 ***		
	Sim	Sim	Não	(1,1,0)	NS		
	Sim	Sim	Sim	(1,1,1)	0,005 ***	3	0,005 ***
Ke _{t+1}	Base			(0,0,0)	-	0	-
	Não	Não	Sim	(0,0,1)	0,134 **	1	0,404 ***
	Não	Sim	Não	(0,1,0)			
	Sim	Não	Não	(1,0,0)	0,438 ***	2	0,453 ***
	Não	Sim	Sim	(0,1,1)	NS		
	Sim	Não	Sim	(1,0,1)	0,448 ***		
	Sim	Sim	Não	(1,1,0)	NS		
	Sim	Sim	Sim	(1,1,1)	0,044 ***	3	0,047 ***
VI = Variável Independente P1 = Publica DFP's na data aprazada? P2 = Publica DFP's em mais de um GAAP? P3 = É auditada por grande firma de auditoria? CP = Combinações de práticas. RRR = Razão de Risco Relativo. *** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%; NS Não Significativo. As áreas sombreadas indicam categorias não observadas na amostra.							

QUADRO 6 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS À EVIDENCIAÇÃO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Elaborado pelo Autor.

Para o próprio ano, controlando-se por tamanho e endividamento, na amostra, os scores mostram um comportamento conforme o descrito anteriormente na literatura: empresas com scores mais altos tem maior probabilidade de estar associadas a menor custo de capital ($RRR < 1$) do aquelas cujo score é 0 (não adoção de qualquer prática).

Para o próprio ano, o exame das combinações de práticas mostra que empresas que adotam a prática isolada de publicação das demonstrações tempestivamente têm maior probabilidade de estar associadas a um menor custo de capital do que aquelas que não adotam quaisquer práticas ($RRR = 0,441$; $RRR < 1$). O mesmo efeito pode ser observado entre aquelas empresas que conjugam à

prática de publicação tempestiva a prática de auditoria por grande empresa de auditoria ($RRR = 0,418$; $RRR < 1$). O mesmo efeito é também observável entre aquelas que adotam concomitantemente as três práticas: publicação tempestiva, publicação em mais de um GAAP e auditoria ($RRR = 0,005$; $RRR < 1$), sendo o efeito sobre a probabilidade bem mais acentuado neste caso. Por outro lado, empresas que adotem outras combinações de práticas de evidenciação não mostram diferença significativa daquelas do grupo de controle (lembrando que certas combinações sequer estão presentes na amostra).

Para o ano seguinte, os *scores* permanecem mostrando um comportamento conforme o descrito na literatura: empresas com *scores* mais altos tem maior probabilidade de estar associadas a menor custo de capital ($RRR < 1$).

O exame das combinações de práticas, para o ano seguinte, mostra que a adoção da prática isolada de publicação das demonstrações tempestivamente continua a apresentar aproximadamente o mesmo efeito de maior probabilidade de associação a menor custo de capital ($RRR = 0,438$; $RRR < 1$). O efeito também continua a se apresentar entre aquelas que adotam simultaneamente as práticas de publicação tempestiva e auditoria por grande empresa de auditoria ($RRR = 0,448$; $RRR < 1$). E novamente é observável entre aquelas que adotam concomitantemente as três práticas ($RRR = 0,044$; $RRR < 1$), sendo mais uma vez o efeito sobre a probabilidade bem mais acentuado neste caso. As demais combinações não mostram diferença significativa daquelas do grupo de controle (ou não estão presentes na amostra).

O exame dos resultados acima sugere que, na amostra, existe uma sinergia entre as três práticas de evidenciação, com sua adoção simultânea acentuando a probabilidade de uma empresa estar associada a menor custo de capital. A adoção

da prática de publicação tempestiva parece revestir-se de importância fundamental, ainda que isoladamente, já que empresas que adotam combinações onde esta prática não está presente não mostram maior probabilidade de associação a menor custo de capital, quando comparadas aquelas do grupo de controle. Finalmente, a adoção da prática de publicação em mais de um GAAP só se mostra relevante quando é feita junto com as outras duas práticas de evidenciação.

5.2 COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO

A segunda análise realizada aborda as práticas de governança ligadas à composição e funcionamento do conselho. Na Tabela 9, a seguir, são apresentados os resultados considerando variáveis independentes referentes ao próprio ano da observação.

TABELA 9 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS PARA COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO, COM VARIÁVEIS INDEPENDENTES REFERENTES AO PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO

GBOARD (Combinações de Práticas)						SBOARD (Scores)					
<i>Nº de observações =</i> 696						<i>Nº de observações =</i> 696					
<i>LR Chi2 (84) =</i> 268,36						<i>LR Chi2 (15) =</i> 82,64					
<i>Prob > Chi2 =</i> 0,000						<i>Prob > Chi2 =</i> 0,000					
<i>Pseudo R2 =</i> 0,0730						<i>Pseudo R2 =</i> 0,0380					
<i>Log Likelihood =</i> -1704,0815						<i>Log Likelihood =</i> -1047,3290					
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z
(0,1,0,0,0)	Ke_t	0,553	0,191	-1,71	0,087 *	Ke_t	0,545	0,177	-1,86	0,062 *	
	LNAT_t	0,864	0,092	-1,37	0,171	1 LNAT_t	0,851	0,082	-1,67	0,095 *	
	DBPL_t	0,885	0,202	-0,53	0,593	DBPL_t	0,977	0,196	-0,11	0,908	
(0,1,1,0,0)	Ke_t	0,437	0,157	-2,30	0,022 **	Ke_t	0,689	0,181	-1,42	0,157	
	LNAT_t	0,823	0,087	-1,84	0,066 *	2 LNAT_t	1,005	0,082	0,06	0,952	
	DBPL_t	1,107	0,238	0,47	0,637	DBPL_t	0,784	0,135	-1,41	0,158	
(1,1,0,0,1)	Ke_t	0,146	0,124	-2,27	0,023 **	Ke_t	0,630	0,168	-1,73	0,083 *	
	LNAT_t	1,988	0,266	5,14	0,000 ***	3 LNAT_t	1,203	0,095	2,33	0,020 **	
	DBPL_t	0,632	0,219	-1,33	0,185	DBPL_t	1,055	0,168	0,33	0,738	
(1,1,0,1,1)	Ke_t	0,006	0,013	-2,23	0,026 **	Ke_t	0,470	0,166	-2,13	0,033 **	
	LNAT_t	1,479	0,362	1,60	0,110	4 LNAT_t	1,377	0,123	3,57	0,000 ***	
	DBPL_t	2,413	0,865	2,46	0,014 **	DBPL_t	1,039	0,192	0,21	0,834	
(1,1,1,0,1)	Ke_t	0,252	0,172	-2,02	0,044 **						
	LNAT_t	2,079	0,269	5,66	0,000 ***						
	DBPL_t	1,075	0,284	0,27	0,784						
(0,0,0,0,0) é a categoria base para comparação. CP = Combinações de práticas. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. Por razões de espaço, mostradas apenas as combinações significativas.						0 é a categoria base para comparação. S = Scores. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. Para melhor visualização, mostrados tanto scores significativos quanto aqueles que tenham representação nas combinações ainda que não significativos.					
*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.											

Elaborada pelo Autor.

A Tabela 10 apresenta os resultados considerando variáveis independentes referentes ao ano seguinte ao da observação.

TABELA 10 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS PARA COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO, COM VARIÁVEIS INDEPENDENTES REFERENTES AO ANO SEGUINTE AO DA OBSERVAÇÃO

GBOARD (Combinações de Práticas)						SBOARD (Scores)					
<i>Nº de observações</i> = 704						<i>Nº de observações</i> = 704					
<i>LR Chi2 (81)</i> = 211,28						<i>LR Chi2 (15)</i> = 68,83					
<i>Prob > Chi2</i> = 0,000						<i>Prob > Chi2</i> = 0,000					
<i>Pseudo R2</i> = 0,0563						<i>Pseudo R2</i> = 0,0311					
<i>Log Likelihood</i> = -1769,7138						<i>Log Likelihood</i> = -1072,0475					
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z
(1,1,0,0,0)	Ke _{t+1}	0,480	0,196	-1,79	0,073 *	Ke _{t+1}	0,623	0,202	-1,46	0,145	
	LNAT _{t+1}	0,898	0,088	-1,10	0,273	2 LNAT _{t+1}	0,930	0,073	-0,92	0,357	
	DBPL _{t+1}	0,843	0,160	-0,90	0,369	DBPL _{t+1}	0,905	0,134	-0,68	0,497	
(0,0,0,0,0) é a categoria base para comparação. CP = Combinações de práticas. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão.						0 é a categoria base para comparação. S = Scores. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. Nenhum score se mostrou significativo. O score acima é apresentados para comparação com a combinação que se mostrou significativa.					

*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.

Elaborada pelo Autor.

O Quadro 7 resume os resultados apresentados nas Tabelas 9 e 10 acima.

VI	Práticas Adotadas					Categoria (CP)	RRR	Score	RRR
	P4	P5	P6	P7	P8				
Ke _t	Base					(0,0,0,0,0)	-	0	-
	Não	Sim	Não	Não	Não	(0,1,0,0,0)	0,553 *	1	0,545 *
	Não	Sim	Sim	Não	Não	(0,1,1,0,0)	0,437 **	2	NS
	Sim	Sim	Não	Não	Sim	(1,1,0,0,1)	0,146 **	3	0,630 *
	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	(1,1,0,1,1)	0,006 **	4	0,470 **
	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	(1,1,1,0,1)	0,252 **		
Ke _{t+1}	Base					(0,0,0,0,0)	-	0	-
	Sim	Sim	Não	Não	Não	(1,1,0,0,0)	0,480 *	2	NS

VI = Variável Independente
P4 = COB e CEO não são a mesma pessoa?
P5 = No board não há predominância de insiders?
P6 = O board é composto por entre 5 e 9 membros?
P7 = O board tem mandatos consecutivos de 1 ano?
P8 = Existe Conselho Fiscal permanente?
CP = Combinações de práticas.
RRR = Razão de Risco Relativo.
*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%; NS Não Significativo.
As áreas sombreadas indicam categorias não observadas na amostra.

QUADRO 7 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS A COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Elaborado pelo Autor.

Na amostra, para o próprio ano, os scores mostram o comportamento esperado em termos do que é apresentado na literatura. Empresas com scores mais altos tem maior probabilidade de estar associadas a menor custo de capital ($RRR < 1$) do aquelas cujo score é 0 (não adoção de qualquer prática). Empresas com score 2, porém, não se mostram significativamente associadas a menor custo de capital. Para o ano seguinte, não se observa qualquer diferença significativa na comparação com as empresas do grupo de controle, no que diz respeito ao custo de capital.

Para o próprio ano, o exame das combinações de práticas mostra que empresas que adotam a prática isolada de não predominância de *insiders* no conselho têm maior probabilidade de estar associadas a um menor custo de capital do que aquelas que não adotam quaisquer práticas ($RRR = 0,553$; $RRR < 1$), sendo esta a única prática que demonstra isoladamente tal efeito. O efeito é também observável entre aquelas que conjugam à prática de não predominância de *insiders* a de manter conselhos com entre 5 e 9 membros ($RRR = 0,437$; $RRR < 1$). O mesmo efeito, mais acentuado, pode ser observado entre aquelas empresas que conjugam à prática de não predominância de *insiders* as de ter diferentes pessoas como presidentes do conselho e da empresa e manter um conselho fiscal permanente ($RRR = 0,146$; $RRR < 1$). O efeito é também observável entre aquelas que agregam às práticas antecedentes a prática de ter conselhos com entre 5 e 9 membros ($RRR = 0,252$; $RRR < 1$) ou a prática de mandatos consecutivos anuais para o conselho ($RRR = 0,006$; $RRR < 1$), sendo o efeito sobre a probabilidade mais acentuado neste último caso. Para o ano seguinte, somente a conjugação das práticas de ter diferentes pessoas como presidentes do conselho e da empresa e de não predominância de *insiders* apresenta diferença significativa (a 10%) quanto ao custo de capital, quando comparadas ao grupo de controle.

Como se vê, tratando-se de dados referentes ao próprio ano da observação, a única prática cuja adoção isolada se mostra com maior probabilidade de associação a menor custo de capital é a de não predominância de *insiders* no conselho. Esta mesma prática está presente em todas as demais combinações significativas. Isto ressalta a possível relevância desta prática em termos de associação a menor custo de capital.

5.3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE

A terceira análise aborda as práticas de governança ligadas à estrutura de propriedade e controle. A Tabela 11 apresenta os resultados considerando variáveis independentes referentes ao próprio ano da observação.

TABELA 11 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS PARA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE, COM VARIÁVEIS INDEPENDENTES REFERENTES AO PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO

GPROP (Combinações de Práticas)						SPROP (Scores)					
<i>Nº de observações</i> =			696			<i>Nº de observações</i> =			696		
<i>LR Chi2 (30)</i> =			63,68			<i>LR Chi2 (12)</i> =			20,12		
<i>Prob > Chi2</i> =			0,000			<i>Prob > Chi2</i> =			0,065		
<i>Pseudo R2</i> =			0,0240			<i>Pseudo R2</i> =			0,0105		
<i>Log Likelihood</i> =			-1292,8023			<i>Log Likelihood</i> =			-949,7795		
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z
(0,1,0,0)	Ke_t	0,501	0,184	-1,88	0,061 *	Ke_t	0,631	0,140	-2,07	0,038 **	
	LNAT_t	0,893	0,083	-1,22	0,223	1 LNAT_t	1,001	0,057	0,02	0,983	
	DBPL_t	0,457	0,118	-3,03	0,002 ***	DBPL_t	0,810	0,106	-1,61	0,107	
(0,1,0,1)	Ke_t	0,217	0,134	-2,48	0,013 **						
	LNAT_t	1,050	0,106	0,48	0,631	Ke_t	0,534	0,127	-2,64	0,008 ***	
	DBPL_t	0,690	0,195	-1,31	0,190	2 LNAT_t	0,932	0,055	-1,18	0,239	
(1,0,0,1)	Ke_t	0,594	0,152	-2,04	0,041 **	DBPL_t	1,047	0,134	0,36	0,720	
	LNAT_t	0,893	0,059	-1,72	0,086 *						
	DBPL_t	1,204	0,165	1,36	0,174	3 LNAT_t	0,976	0,075	-0,32	0,752	
(1,1,0,1)	Ke_t	0,423	0,176	-2,07	0,039 **	DBPL_t	1,019	0,167	0,11	0,911	
	LNAT_t	0,965	0,087	-0,39	0,696						
	DBPL_t	1,098	0,216	0,48	0,634						
(0,0,0,0) é a categoria base para comparação. CP = Combinações de práticas. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. Somente combinações significativas ou com fins de comparação ao score são mostradas.						0 é a categoria base para comparação. S = Scores. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. Somente scores significativos ou com fins de comparação a combinações são mostrados.					
*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.											

Elaborada pelo Autor.

A Tabela 12 apresenta os resultados considerando variáveis independentes referentes ao ano seguinte ao da observação.

TABELA 12 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS PARA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE, COM VARIÁVEIS INDEPENDENTES REFERENTES AO ANO SEGUINTE AO DA OBSERVAÇÃO

GPROP (Combinações de Práticas)						SPROP (Scores)					
<i>Nº de observações =</i> 704						<i>Nº de observações =</i> 704					
<i>LR Chi2 (33) =</i> 56,84						<i>LR Chi2 (12) =</i> 11,23					
<i>Prob > Chi2 =</i> 0,006						<i>Prob > Chi2 =</i> 0,509					
<i>Pseudo R2 =</i> 0,0205						<i>Pseudo R2 =</i> 0,0058					
<i>Log Likelihood =</i> -1358,9053						<i>Log Likelihood =</i> -966,5803					
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z
							Ke_{t+1}	0,629	0,162	-1,80	0,072 *
						1 LNAT_{t+1}	1,041	0,057	0,74	0,459	
						DBPL_{t+1}	0,900	0,101	-0,94	0,348	
(1,0,0,1)	Ke_{t+1}	0,450	0,142	-2,53	0,011 **	Ke_{t+1}	0,640	0,166	-1,73	0,084 *	
	LNAT_{t+1}	0,960	0,061	-0,65	0,515	2 LNAT_{t+1}	0,995	0,055	-0,10	0,922	
	DBPL_{t+1}	1,165	0,142	1,25	0,213	DBPL_{t+1}	0,993	0,110	-0,06	0,949	
(1,1,0,1)	Ke_{t+1}	0,449	0,199	-1,80	0,071 *	Ke_{t+1}	0,527	0,185	-1,83	0,068 *	
	LNAT_{t+1}	0,973	0,083	-0,33	0,744	3 LNAT_{t+1}	0,954	0,068	-0,67	0,504	
	DBPL_{t+1}	1,169	0,190	0,96	0,338	DBPL_{t+1}	1,132	0,155	0,90	0,366	
(0,0,0,0) é a categoria base para comparação.						0 é a categoria base para comparação.					
CP = Combinações de práticas.						S = Scores.					
VI = Variáveis independentes.						VI = Variáveis independentes.					
RRR = Razão de risco relativo.						RRR = Razão de risco relativo.					
EP = Erro padrão.						EP = Erro padrão.					
Somente combinações significativas são mostradas.						Somente scores significativos são mostrados.					
*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.											

Elaborada pelo Autor.

O Quadro 8 resume os resultados apresentados nas Tabelas 11e 12 acima.

VI	Práticas Adotadas				Categoria (CP)	RRR	Score	RRR
	P9	P10	P11	P12				
Ke _t	Base				(0,0,0,0)	-	0	-
	Não	Não	Não	Sim	(0,0,0,1)	NS	1	0,631 **
	Não	Não	Sim	Não	(0,0,1,0)	NS		
	Não	Sim	Não	Não	(0,1,0,0)	0,501 *		
	Sim	Não	Não	Não	(1,0,0,0)			
	Não	Não	Sim	Sim	(0,0,1,1)	NS	2	0,534 ***
	Não	Sim	Não	Sim	(0,1,0,1)	0,217 **		
	Não	Sim	Sim	Não	(0,1,1,0)			
	Sim	Não	Não	Sim	(1,0,0,1)	0,594 **		
	Sim	Não	Sim	Não	(1,0,1,0)			
	Sim	Sim	Não	Não	(1,1,0,0)		3	NS
	Não	Sim	Sim	Sim	(0,1,1,1)	NS		
	Sim	Não	Sim	Sim	(1,0,1,1)	NS		
	Sim	Sim	Não	Sim	(1,1,0,1)	0,423 **		
	Sim	Sim	Sim	Não	(1,1,1,0)			
Ke _{t+1}	Base				(0,0,0,0)	-	0	-
	Não	Não	Não	Sim	(0,0,0,1)	NS	1	0,629 *
	Não	Não	Sim	Não	(0,0,1,0)	NS		
	Não	Sim	Não	Não	(0,1,0,0)	NS		
	Sim	Não	Não	Não	(1,0,0,0)			
	Não	Não	Sim	Sim	(0,0,1,1)	NS	2	0,640 *
	Não	Sim	Não	Sim	(0,1,0,1)	NS		
	Não	Sim	Sim	Não	(0,1,1,0)	NS		
	Sim	Não	Não	Sim	(1,0,0,1)	0,450 **		
	Sim	Não	Sim	Não	(1,0,1,0)			
	Sim	Sim	Não	Não	(1,1,0,0)		3	0,527 *
	Não	Sim	Sim	Sim	(0,1,1,1)	NS		
	Sim	Não	Sim	Sim	(1,0,1,1)	NS		
	Sim	Sim	Não	Sim	(1,1,0,1)	0,449 *		
	Sim	Sim	Sim	Não	(1,1,1,0)			

VI = Variável Independente

P9 = Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?

P10 = O percentual das ações ordinárias sobre o total é maior que 80%?

P11 = A razão entre direitos de fluxo de caixa e direitos de voto dos controladores é > 1?

P12 = O free float é maior ou igual a 25%?

CP = Combinações de práticas.

RRR = Razão de Risco Relativo.

*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%; NS Não Significativo.

As áreas sombreadas indicam categorias não observadas na amostra.

QUADRO 8 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Elaborado pelo Autor.

Para o próprio ano, controlando-se por tamanho e endividamento, na amostra, empresas com *scores* 1 ou 2 mostram maior probabilidade de associação com menor custo de capital ($RRR < 1$), em conformidade com o usualmente descrito na literatura sobre maiores *scores* estarem associados a menor custo de capital. Contudo, empresas com *score* 3 não mostram associação significativa a menor custo de capital próprio. Para o ano seguinte, o comportamento segue aquele usualmente descrito na literatura: maiores *scores* estão significativamente (a 10%) associados a menor custo de capital próprio.

O exame das combinações de práticas, para o próprio ano, mostra que empresas que adotam a prática isolada de manter mais de 80% de suas ações como ordinárias têm maior probabilidade (significativo a 10%) de estar associadas a um menor custo de capital do que aquelas que não adotam quaisquer práticas ($RRR = 0,501$; $RRR < 1$). Agregar a esta prática a de manter *free float* maior que 25% acentua o efeito ($RRR = 0,217$; $RRR < 1$). O efeito, menos acentuado, pode também ser observado quando da adoção simultânea das práticas de os acionistas controladores possuírem menos de 50% das ações com direito a voto e manter *free float* maior que 25% ($RRR = 0,594$; $RRR < 1$). Também de forma menos acentuada, o efeito pode ser observado quando são adotadas concomitantemente as práticas de os acionistas controladores possuírem menos de 50% das ações com direito a voto, manter mais de 80% de suas ações como ordinárias e manter *free float* maior que 25% ($RRR = 0,423$; $RRR < 1$). As demais combinações de práticas não se mostram significativas, denendo-se ressaltar que a prática de apresentar a razão entre direitos de fluxo de caixa e direitos de voto maior que 1 não é adotada em nenhuma das combinações significativas.

O exame das combinações de práticas para o ano seguinte mostra que empresas que adotam uma combinação das práticas de os acionistas controladores possuírem menos de 50% das ações ordinárias e manter *free float* maior que 25% têm maior probabilidade de estar associadas a um menor custo de capital, quando comparadas aquelas do grupo controle ($RRR = 0,450$; $RRR < 1$). O mesmo efeito também se apresenta nos casos em que se agrega a estas duas práticas anteriores a prática de manter mais de 80% de suas ações como ordinárias ($RRR = 0,449$; $RRR < 1$). Novamente as demais combinações de práticas não se mostram significativas e a prática de apresentar a razão entre direitos de fluxo de caixa e direitos de voto maior que 1 também não é adotada nas combinações significativas.

O exame dos resultados acima indica que, na amostra, a prática sobre direitos de fluxo de caixa é irrelevante. Isoladamente, somente a prática, para o próprio ano, de manter mais de 80% de suas ações como ordinárias se mostra significativa (a 10%). As duas práticas remanescentes só se mostram significativas quando combinadas entre si e quando é agregada às duas aquela de manter mais de 80% de suas ações como ordinárias, não sendo identificável dentre as duas alguma que possa ser considerada mais importante.

5.4 DIREITOS DOS ACIONISTAS

A quarta e última análise aborda as práticas de governança ligadas aos direitos dos acionistas. A Tabela 13 apresenta os resultados considerando variáveis independentes referentes ao próprio ano da observação.

TABELA 13 - RELATÓRIO DAS REGRESSÕES LOGÍSTICAS MULTINOMIAIS PARA DIREITOS DOS ACIONISTAS, COM VARIÁVEIS INDEPENDENTES REFERENTES AO PRÓPRIO ANO DA OBSERVAÇÃO

GDIR (Combinações de Práticas)						SDIR (Scores)							
		<i>Nº de observações =</i>				696			<i>Nº de observações =</i>				696
		<i>LR Chi2 (18) =</i>				97,04			<i>LR Chi2 (9) =</i>				60,36
		<i>Prob > Chi2 =</i>				0,000			<i>Prob > Chi2 =</i>				0,000
		<i>Pseudo R2 =</i>				0,1377			<i>Pseudo R2 =</i>				0,0968
		<i>Log Likelihood =</i>				-303,7486			<i>Log Likelihood =</i>				-281,6603
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z		
(0,0,1)	Ke_t	0,277	0,159	-2,23	0,026 **								
	LNAT_t	1,020	0,097	0,21	0,837								
	DBPL_t	1,022	0,224	0,10	0,921								
(0,1,0)	Ke_t	0,000	0,000	-2,31	0,021 **	1							
	LNAT_t	2,675	0,857	3,07	0,002 ***								
	DBPL_t	0,759	0,743	-0,28	0,778								
(1,0,0)	Ke_t	0,000	0,000	-2,40	0,016 **								
	LNAT_t	1,762	0,394	2,53	0,011 **								
	DBPL_t	0,218	0,185	-1,80	0,072 *								
(0,1,1)	Ke_t	0,000	0,001	-1,30	0,195								
	LNAT_t	1,212	0,474	0,49	0,624								
	DBPL_t	0,222	0,256	-1,31	0,191								
(1,0,1)	Ke_t	0,001	0,001	-3,55	0,000 ***	2							
	LNAT_t	1,065	0,143	0,47	0,638								
	DBPL_t	0,830	0,321	-0,48	0,630								
(1,1,0)	Ke_t												
	LNAT_t												
	DBPL_t												
(1,1,1)	Ke_t	0,005	0,012	-2,00	0,046 **	3							
	LNAT_t	1,320	0,265	1,38	0,167								
	DBPL_t	1,247	0,561	0,49	0,624								
(0,0,0) é a categoria base para comparação. CP = Combinações de práticas. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão. As áreas sombreadas indicam combinações não observadas na amostra.						0 é a categoria base para comparação. S = Scores. VI = Variáveis independentes. RRR = Razão de risco relativo. EP = Erro padrão.							

*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.

Elaborada pelo Autor.

A Tabela 14 apresenta os resultados considerando variáveis independentes referentes ao ano seguinte ao da observação.

GDIR (Combinações de Práticas)						SDIR (Scores)					
<i>Nº de observações</i> =			704			<i>Nº de observações</i> =			704		
<i>LR Chi2 (21)</i> =			89,04			<i>LR Chi2 (9)</i> =			57,59		
<i>Prob > Chi2</i> =			0,000			<i>Prob > Chi2</i> =			0,000		
<i>Pseudo R2</i> =			0,1214			<i>Pseudo R2</i> =			0,0899		
<i>Log Likelihood</i> =			-322,1509			<i>Log Likelihood</i> =			-291,4161		
CP	VI	RRR	EP	z	P>z	S	VI	RRR	EP	z	P>z
(0,0,1)	Ke_{t+1}	0,305	0,192	-1,89	0,059 *		Ke_{t+1}	0,337	0,192	-1,90	0,057 *
	LNAT_{t+1}	1,110	0,104	1,11	0,266		LNAT_{t+1}	1,247	0,105	2,63	0,009 ***
	DBPL_{t+1}	0,887	0,186	-0,57	0,569		DBPL_{t+1}	0,702	0,148	-1,68	0,093 *
(0,1,0)	Ke_{t+1}	0,046	0,113	-1,26	0,209	1	Ke_{t+1}	0,337	0,192	-1,90	0,057 *
	LNAT_{t+1}	1,822	0,384	2,85	0,004 ***		LNAT_{t+1}	1,247	0,105	2,63	0,009 ***
	DBPL_{t+1}	0,082	0,072	-2,86	0,004 ***		DBPL_{t+1}	0,702	0,148	-1,68	0,093 *
(1,0,0)	Ke_{t+1}	2,335	3,369	0,59	0,557		Ke_{t+1}	0,013	0,020	-2,88	0,004 ***
	LNAT_{t+1}	2,315	0,663	2,93	0,003 ***		LNAT_{t+1}	1,358	0,155	2,69	0,007 ***
	DBPL_{t+1}	0,362	0,333	-1,11	0,269		DBPL_{t+1}	0,830	0,237	-0,65	0,515
(0,1,1)	Ke_{t+1}	1,196	2,054	0,10	0,917		Ke_{t+1}	0,000	0,001	-2,45	0,014 **
	LNAT_{t+1}	1,614	0,517	1,50	0,135		LNAT_{t+1}	1,395	0,260	1,79	0,074 *
	DBPL_{t+1}	0,530	0,466	-0,72	0,471		DBPL_{t+1}	1,121	0,444	0,29	0,773
(1,0,1)	Ke_{t+1}	0,000	0,000	-3,88	0,000 ***	2	Ke_{t+1}	0,000	0,001	-2,45	0,014 **
	LNAT_{t+1}	1,351	0,173	2,35	0,019 **		LNAT_{t+1}	1,395	0,260	1,79	0,074 *
	DBPL_{t+1}	0,863	0,288	-0,44	0,659		DBPL_{t+1}	1,121	0,444	0,29	0,773
(1,1,0)	Ke_{t+1}	2,711	4,568	0,59	0,554		Ke_{t+1}	0,000	0,001	-2,45	0,014 **
	LNAT_{t+1}	1,831	0,799	1,39	0,165		LNAT_{t+1}	1,395	0,260	1,79	0,074 *
	DBPL_{t+1}	1,148	0,820	0,19	0,847		DBPL_{t+1}	1,121	0,444	0,29	0,773
(1,1,1)	Ke_{t+1}	0,000	0,001	-2,50	0,012 **	3	Ke_{t+1}	0,000	0,001	-2,45	0,014 **
	LNAT_{t+1}	1,415	0,269	1,82	0,069 *		LNAT_{t+1}	1,395	0,260	1,79	0,074 *
	DBPL_{t+1}	1,109	0,446	0,26	0,796		DBPL_{t+1}	1,121	0,444	0,29	0,773
(0,0,0) é a categoria base para comparação.						0 é a categoria base para comparação.					
CP = Combinações de práticas.						S = Scores.					
VI = Variáveis independentes.						VI = Variáveis independentes.					
RRR = Razão de risco relativo.						RRR = Razão de risco relativo.					
EP = Erro padrão.						EP = Erro padrão.					
As áreas sombreadas indicam combinações não observadas na amostra.											
*** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%.											

Elaborada pelo Autor.

O Quadro 9 resume os resultados apresentados nas Tabelas 13 e 14 acima.

VI	Práticas Adotadas			Categoria (CP)	RRR	Score	RRR
	P13	P14	P15				
Ke _t	Base			(0,0,0)	-	0	-
	Não	Não	Sim	(0,0,1)	0,277 **	1	0,164 ***
	Não	Sim	Não	(0,1,0)	0,000 **		
	Sim	Não	Não	(1,0,0)	0,000 **		
	Não	Sim	Sim	(0,1,1)	NS	2	0,001 ***
	Sim	Não	Sim	(1,0,1)	0,001 ***		
	Sim	Sim	Não	(1,1,0)			
	Sim	Sim	Sim	(1,1,1)	0,005 **		
Ke _{t+1}	Base			(0,0,0)	-	0	-
	Não	Não	Sim	(0,0,1)	0,059 *	1	0,337 *
	Não	Sim	Não	(0,1,0)	NS		
	Sim	Não	Não	(1,0,0)	NS		
	Não	Sim	Sim	(0,1,1)	NS	2	0,013 ***
	Sim	Não	Sim	(1,0,1)	0,000 ***		
	Sim	Sim	Não	(1,1,0)	NS		
	Sim	Sim	Sim	(1,1,1)	0,000 **		
VI = Variável Independente P13 = O estatuto estabelece a arbitragem para solução de conflitos? P14 = O estatuto estabelece direitos adicionais de voto? P15 = A empresa dá tag along além do legal? CP = Combinações de práticas. RRR = Razão de Risco Relativo. *** Significativo a 1% ; ** Significativo a 5% ; * Significativo a 10%; NS Não Significativo. As áreas sombreadas indicam categorias não observadas na amostra.							

QUADRO 9 - RESUMO DOS RESULTADOS CONFRONTANDO PRÁTICAS RELATIVAS A DIREITOS DOS ACIONISTAS E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Elaborado pelo Autor.

Tanto para o próprio ano quanto para o ano seguinte, controlando-se por tamanho e endividamento, na amostra, os scores mostram um comportamento conforme o descrito anteriormente na literatura: empresas com scores mais altos tem maior probabilidade de estar associadas a menor custo de capital ($RRR < 1$) do aquelas cujo score é 0 (não adoção de qualquer prática). Isto se repete para o ano seguinte.

O exame das combinações de práticas para o próprio ano mostra que mesmo a adoção isolada de qualquer das três práticas mostra efeitos significativos sobre a associação a menor custo de capital. A única combinação não significativa, dentre

as observadas na amostra, é a que conjuga direitos de votos adicionais a *tag along* além do legal.

Para o ano seguinte, a adoção isolada de *tag along* além do legal permanece significativa (a 10%). A adoção isolada das outras duas práticas, porém, deixa de ser significativa. As demais combinações de práticas que se mostravam significativas para o próprio ano permanecem significativas para o ano seguinte.

Neste contexto, não é possível descartar a relevância de qualquer das três práticas, nem estabelecer alguma delas como relativamente mais importante.

5.5 COMENTÁRIO GERAL SOBRE OS RESULTADOS

As evidências trazidas pela análise dos resultados parecem indicar que, a exemplo do encontrado por Bebchuk *et al* (2009), as práticas incluídas e avaliadas no índice BCGi não possuem as características de independência, aditividade e igual relevância. Indicam também que, possivelmente, a análise por meio das combinações de práticas de evidenciação é mais informativa e esclarecedora do que a propiciada usando *scores*.

Considerando a amostra tomada, aparentemente, na dimensão de governança relativa à evidenciação, a prática de publicação tempestiva reveste-se de maior relevância, enquanto a prática de auditoria por grande companhia de auditoria apresenta-se como reforçadora de efeito a prática de publicação em mais de um GAAP aparece mais como coadjuvante na presença das outras duas. Na dimensão relativa à composição e funcionamento do conselho, a prática de não predominância de *insiders* reveste-se como de maior relevância, atuando as demais práticas desta dimensão como coadjuvantes. Na dimensão relativa à estrutura de

propriedade e controle, a prática sobre direitos de fluxo de caixa revela-se irrelevante; das três práticas remanescentes, a prática de manter mais de 80% de suas ações como ordinárias, quando considerado o próprio ano da observação, mostra-se isoladamente relevante, mas não fica claro se há diferença entre as importâncias relativas das três práticas. Na dimensão relativa aos direitos dos acionistas, as três práticas aparentam ser relevantes, não se podendo atribuir maior importância relativa a alguma delas.

Capítulo 6

6 CONCLUSÃO

A análise dos resultados, considerando a amostra final utilizada, não contradiz os achados anteriores da literatura quando são utilizados os *scores*: maiores *scores* de governança estão associados a menor custo de capital.

Porém, o presente trabalho traz evidências que corroboram críticas encontradas na literatura: o uso de *scores* ou índices parece ser capaz de realmente mascarar quais práticas de governança efetivamente contribuem para uma maior probabilidade de associação com um menor custo de capital. Na amostra, somente certas práticas parecem contribuir para tal situação, quando a comparação é feita com a não adoção de qualquer prática.

Devido aos pressupostos e características envolvidas na elaboração dos índices de governança corporativa, a avaliação por meio dos *scores* acaba por emprestar significância a práticas que, tanto isoladamente quanto em combinação com outras, não se mostram associadas a menor custo de capital. Na amostra não se encontraram evidências capazes de sustentar os pressupostos de independência, aditividade e igual relevância das práticas analisadas.

Uma vantagem aparente da abordagem adotada no presente trabalho é evitar tais pressupostos, necessários ao exame por meio de *scores* (índices): as práticas não precisam ser consideradas como independentes, aditivas e de igual relevância. Isto pode se mostrar vantajoso, uma vez que este próprio trabalho apresenta indicações empíricas de que estes pressupostos dificilmente são sustentáveis na prática.

Por outro lado, com a presente abordagem, o exame das práticas e suas combinações pode ser efetuado sem que se tenha necessidade de saber qual a forma de elaboração do *score* (já que o exame se prende às práticas e não ao *score* aditivo referente à adoção das mesmas). Ainda outra contribuição da abordagem apresentada é contornar juízo de valor *a priori* sobre “boas” ou “melhores” práticas de governança corporativa: torna-se perfeitamente factível investigar “piores” práticas e sua associação com variáveis contábeis de interesse.

6.1 SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Uma primeira sugestão seria investigar se as conclusões alcançadas se sustentariam frente a formas diferentes de medir o custo de capital próprio. Uma possibilidade é medi-lo conforme preconizado pelo modelo *CAPM* e verificar se resultados similares são apurados, inclusive no que respeita a resultados relatados na literatura brasileira sobre maior nível de governança estar associado a maior custo de capital próprio (SALMASI e MARTELANC, 2009).

Outra sugestão é estender a pesquisa incorporando novas práticas cujas combinações sejam de interesse para investigação. Da mesma forma, a pesquisa poderia ser estendida para anos posteriores ao de 2006.

O uso de dados internacionais possibilitaria enriquecer e trazer maior relevância aos aspectos discutidos no presente trabalho e é uma sugestão para futuras investigações.

Uma possibilidade que parece interessante é incorporar conceitos da teoria de sinalização (SPENCE, 1973) no curso das investigações que adotem a presente abordagem. As práticas podem ser encaradas como sinais emitidos pelas empresas

visando determinados objetivos. Certos sinais (práticas) seriam emitidos objetivando, por exemplo, obter um menor custo da dívida com terceiros. A eficácia do sinal junto aos seus receptores (credores) poderia então ser examinada através da medição do custo da dívida suportado pela empresa. Escolhendo variáveis contábeis que tipicamente sejam interessantes para determinados usuários, seria então possível tentar investigar quais sinais (práticas) se mostram associados aos resultados esperados.

Ainda como sugestão, parece útil investigar o papel de práticas de governança sobre variações de variáveis contábeis de interesse, incorporando mais uma vez conceitos da teoria de sinalização. Se as práticas de governança forem encaradas como sinais emitidos ao mercado buscando algum determinado objetivo (redução de seu custo de capital, K_e , ou de seu custo da dívida, K_d , por exemplo) pode ser interessante verificar se o objetivo foi alcançado, usando no lugar do valor absoluto das variáveis K_e e K_d , sua variação em um determinado período (ΔK_e e ΔK_d).

6.2 LIMITAÇÕES

A presente investigação está, como de praxe, sujeita a uma série de limitações. Tudo aqui tratado deve ser encarado como referente à amostra tomada. Não se pretende determinar causalidade entre práticas e custo de capital, mas tão somente inferir sobre associações estatisticamente significativas.

Cabe ressaltar limitações que devem ser levadas em conta ao examinar o presente trabalho. Como apontado anteriormente, o modelo adotado para cálculo do custo de capital próprio (modelo OJ) leva a eliminar da amostra observações sobre empresas cujos lucros sejam declinantes, com possível viés de seleção na amostra

final. Os dados são tratados de forma *pooled*, sem estimação de efeitos fixos. As técnicas disponíveis para regressão logística multinomial não permitem, ainda, até onde é de nosso conhecimento, um tratamento de dados sob a forma de painel. Cabe ressaltar também que possíveis problemas de endogeneidade não foram endereçados no presente trabalho: o custo de capital próprio pode ser endógeno a níveis de governança corporativa e às práticas a eles associadas, um aspecto importante a ser considerado em futuros desenvolvimentos desta investigação.

REFERÊNCIAS

- AGRESTI, A. **Categorical Data Analysis**. Hoboken, NJ: Wiley, 2002.
- ALENCAR, R. C. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 104 f. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What matters in corporate governance? **Review of Financial Studies**, 22 (2), p. 783-827, 2009.
- BHAGAT, S.; BOLTON, B.; ROMANO, R. The promise and peril of corporate governance indices. **Columbia Law Review**, 108 (8), p. 1803-1882, 2008.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.
- BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE M. A. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, v. 40, p. 21-40, 2002.
- BRICKLEY, J. A.; ZIMMERMAN, J. L. Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay and Weber. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 235–245, 2010.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 4, p. 409-434, 2006.
- BYUN, H. The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, v. 36, n. 5, p. 765-806, 2007.
- BYUN, H.; KWAK, S.; HWANG, L. The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, v. 37, n. 1, p. 139-184, 2008.
- CARVALHAL DA SILVA, A.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1–18, 2005.
- CHEUNG, Y.; CONNELLY, J.T.; LIMPAPHAYOM, P.; ZHOU, L. Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 18, n. 2, p. 86–122, 2007.
- CREMERS, K. J. M.; NAIR, V. B. Governance Mechanisms and Equity Prices. **Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2859–2894, 2005.
- GNANADESIKAN, R.; KETTENRING, J.R. Robust estimates, residuals and outlier detection. **Biometrics**, v. 28, p. 81–124, 1972.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 3. ed. São Paulo, SP, 2004.

IMHOFF, E. A. Accounting quality, auditing and corporate governance. **Accounting Horizons** (Supplement), p. 117-128, 2003.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behaviour, 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, n. 5, p. 703-728, 2004.

KLOCK, M. S.; MANSI, S. A.; MAXWELL, W. F. Does corporate governance matter to bondholders? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 40 (4), p. 693-719, 2005.

LELAND, H.; PYLE, H. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. **Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

LOPES, A. B. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil**. 200 f. Tese (Doutorado) – Manchester Business School, University of Manchester, Manchester, 2008.

LOPES, A. B.; ALENCAR, R. C. Disclosure and Cost of Equity Capital in Emerging Markets: the brazilian case. **Working Paper**. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1099900>, 2008.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, E.; GALDI, F. C.; DE LIMA, G. A. S. F.; NEYCK, G. A.; ABE, C. H. S. Evidências empíricas de modelos de estimação do custo do capital próprio. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 3, n. 2, p. 137-156, 2006.

MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L.D.R. A Corporate Governance Index: convergence and diversity of national corporate governance regulations. **TILEC Discussion Papers**, v. 2010-012, p. 1-35, 2010.

MAZER, L. P. **O impacto do nível de transparência no custo de capital próprio das empresas do Ibovespa**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **Revista de Gestão USP**, v. 15, n. 1, p. 61-77, 2008.

SALMASI, V.S.; MARTELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 3, n. 1, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783, 1997.

SPENCE, M. Job Market Signaling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355–374, 1973.