

# **OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O RATING DE CRÉDITO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

**LUCIAN HENDYO MAX PEREIRA**

Universidade Federal da Paraíba  
lucian\_max@hotmail.com

**ORLEANS SILVA MARTINS**

Universidade Federal da Paraíba  
orleansmartins@yahoo.com.br

# OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O RATING DE CRÉDITO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

## 1 INTRODUÇÃO

Após uma série de escândalos na primeira década dos anos 2000 com grandes corporações, envolvendo fracas práticas de proteção aos investidores, de transparência e de veracidade das informações financeiras, a importância da governança corporativa parece ter ganhado mais destaque nos mercados de capitais dos diferentes países. Nos Estados Unidos da América (EUA), maior mercado financeiro do mundo, a Lei Sarbanes-Oxley, marco legal instituído após escândalos envolvendo a prestação de informações contábeis de grandes empresas (BORGERTH, 2007), introduziu uma série de conceitos relacionados às boas práticas de governança corporativa que acabaram influenciando, indiretamente, outros países.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – (2012) foi exatamente pela inspiração das discussões levantadas nos Estados Unidos, sobre questões relacionadas ao problema de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), que surgiram iniciativas preocupadas com a regulamentação da atuação dos administradores, com a prestação de informações pelas empresas e com a segurança proporcionada aos detentores dos direitos de propriedade das companhias.

Esse problema de agência é definido por Jensen e Meckling (1976) como sendo o conflito existente entre os interesses dos detentores dos direitos de propriedade das empresas, portanto os proprietários, e os administradores, que são aqueles contratados para gerir os recursos e, *a priori*, maximizarem a utilidade esperada dos proprietários. É nesse contexto que se estrutura o plano de fundo para o debate sobre a governança corporativa: custos gerados em termos de monitoramento dos administradores, concessão de privilégios e perdas residuais de direitos (JENSEN; MECKLING, 1976; EISENHARDT, 1989) e práticas promovidas pelas empresas a fim de minimizar esses custos de agência (SILVEIRA; BARROS, 2008). Nesse sentido, de acordo com Love (2011), melhores práticas de governança, em sentido amplo, têm como implicação básica maiores ganhos de desempenho e oportunidades para as empresas.

Uma das representações mais importantes e institucionalizadas da governança corporativa no mercado brasileiro de capitais é o Índice de Governança Corporativa (IGC) da BM&FBOVESPA. Existente desde 2001, esse índice tem como metodologia de formação teórica a aceitação apenas de ações das empresas que adotam boas práticas de governança corporativa. Essas boas práticas, por sua vez, são requisitos preenchidos pelas empresas, que permitem enquadrá-las em níveis diferenciados, quais sejam: (i) Novo Mercado, para as empresas que aderem aos requisitos mais elevados; (ii) Nível 2, para as empresas que se prestam à adesão de requisitos intermediários de governança; e (iii) Nível 1, para as empresas que adotam elementos básicos de *disclosure* e normas mais elementares relacionadas à governança corporativa.

No que se refere à perspectiva de avaliação do risco relacionado ao crédito para as empresas, ou *rating* de crédito, ele pode ser um fator ligado à governança corporativa, de acordo com Bhojraj e Sengupta (2003), Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006), Silva *et al.* (2010), Silva, Santos e Almeida (2012) e Aman e Nguyen (2013). A classificação da qualidade do crédito das empresas, enquanto mecanismo reconhecido pelo mercado para a avaliação de oportunidades de investimento ou especulação sobre títulos de dívidas e debêntures, pode influenciar a captação de recursos junto a terceiros. É inerente à classificação proposta pelas agências de classificação de risco, a exemplo da Moody's, S&P e Fitch, neste sentido, que empresas que garantam maior segurança aos seus credores tenham,

como contrapartida, melhores *ratings* e, por consequência, maior facilidade de captação de recursos através de títulos de dívidas.

Após a crise econômica de 2008, a harmonização das normas contábeis aos padrões internacionais incentivados pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) e os debates constantes sobre a governança corporativa no Brasil, moderados muitas vezes pelo IBGC, têm levado a agendas de pesquisa sobre a importância da governança para o desenvolvimento desse mercado. Nesta linha de análise, a relevância das agências de *rating* para o mercado e a severidade das opiniões dos analistas de risco de crédito das empresas, por sua vez, têm se tornado importantes temas de pesquisa, a exemplo dos trabalhos de Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006), Silva *et al.* (2010) e Aman e Nguyen (2013). Nesse sentido, considerando a escassez de pesquisas que relacionem as práticas de governança corporativa das empresas que compõem o mercado brasileiro de capitais e os *ratings* de risco dessas empresas, este estudo surge com a motivação de contribuir com a redução dessa lacuna na literatura nacional.

Dessa forma, este estudo buscou analisar quais são os efeitos das práticas de governança corporativa sobre o *rating* de crédito atribuído pela Moody's às empresas abertas não financeiras na BM&FBOVESPA durante o período de 2008 a 2012. Para atingir esse objetivo, foram utilizadas regressões do tipo *Probit ordenado*, tendo como variável dependente o *rating* de crédito e como variáveis independentes como variáveis independentes seus indicadores de desempenho, rentabilidade, endividamento e governança corporativa. O *rating* adotado foi aquele determinado pela agência Moody's pelo fato de ser a mais antiga entre as quatro maiores do mundo, disponibilizando uma base de dados maior e mais acessível. Já os indicadores foram obtidos no banco de dados da Economatica<sup>®</sup>.

Os resultados gerais indicaram que a governança corporativa, seja através da *proxy* do IGC ou dos níveis mais elevados (Novo Mercado e Nível 2), foi relevante na determinação do *rating* atribuído pela Moody's às empresas brasileiras no período de 2008 a 2012. Além das variáveis relacionadas à governança corporativa, também foram significantes as variáveis Alavancagem (relação negativa) e Retorno sobre o Ativo (relação positiva).

## **2 REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1 Governança Corporativa: Suporte Teórico**

As discussões sobre governança corporativa ganharam destaque principalmente após grandes escândalos relacionados à manipulação de informações contábeis e gerenciais sobre as empresas, à expropriação de direitos de acionistas e à falta de transparência de informações relevantes para os investidores. Sua área de pesquisa reside exatamente nos mecanismos capazes de controlar e monitorar o cenário caracterizado pelo problema de agência, descrito por Jensen e Meckling (1976), no qual benefícios podem ser adquiridos através da posse de informações assimétricas, por parte dos administradores, que buscam maximizar seu bem estar próprio, expropriando a riqueza dos proprietários das empresas. Isso enfraquece os mecanismos de transparência e qualidade atribuídos aos ativos e, em consequência, afeta o valor das empresas e seu desempenho econômico (LARKER; TAYAN, 2011; BAKER; ANDERSON, 2011).

Recentemente, no início do século XXI, uma série de escândalos caracterizados como típicos da discussão da governança corporativa, envolvendo empresas como a Enron, a WorldCom, a Shell e a Parmalat, impulsionaram os questionamentos sobre os mecanismos de governança e sua importância econômica e social (WEARING, 2005), aprimorando assim o interesse de se desenvolverem pesquisas tendo como problemática a importância da governança corporativa para questões relacionadas às decisões financeiras. Nesse sentido,

Shleifer e Vishny (1997) destacam que a governança corporativa compreende mecanismos que os provedores de recursos fazem uso para garantir que seus investimentos tenham o retorno esperado.

Segundo o IBGC (2013), a finalidade da governança corporativa é a resolução do conflito de agência, portanto, o desenvolvimento de soluções para que os proprietários das empresas tenham seus investimentos assegurados, seja através de questões relacionadas à transparência, à institucionalização de boas práticas de governança no mercado e à fixação de normas inerentes ao monitoramento da gestão superior das empresas. No Brasil, uma iniciativa diferenciada na área da governança corporativa, quando comparado a outros países latino-americanos, foi a institucionalização de níveis diferenciados de governança pela BM&FBOVESPA, sendo: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Paralelo a isso, foi desenvolvido o Índice de Governança Corporativa (IGC), que reúne as empresas que fazem parte desses segmentos especiais.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2013), o objetivo do segmento Novo Mercado é a valorização e o aumento da liquidez das ações de empresas que se comprometam com práticas diferenciadas de governança, relacionadas ao aumento da qualidade das informações prestadas aos acionistas, à melhoria da segurança dos investimentos realizados e ao aprimoramento dos direitos concedidos aos investidores. As premissas dos Níveis 1 e 2, respectivamente, são a aceitação de empresas cumpridoras de premissas básicas de governança corporativa e a prestação de informações mais transparentes para os investidores.

No que diz respeito à questão empírica, uma agenda de trabalhos sugere temas como a qualidade da governança e sua influência no desempenho (BAGHAT; BOLTON, 2008; THOMSEN, 2004; BROWN; CAYLOR, 2006), os fatores determinantes da estrutura de propriedade, desempenho e a relação com a governança corporativa (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; CAMPOS, 2005; BLACK; JANG; KIM, 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007) e, sob o prisma do risco de crédito, a relação entre a governança corporativa e o *rating* de crédito, a exemplo dos trabalhos de Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), no mercado norte-americano, Aman e Nguyen (2013), no mercado japonês e, no âmbito do mercado brasileiro, Santos *et al.* (2010), Silva *et al.* (2012) e Soares, Coutinho e Camargos (2012), que investigaram a relação entre a classificação do risco de crédito de agências globais e a governança corporativa. Com base nisso, este estudo se propõe a investigar essa relação entre a governança corporativa e o *rating* de crédito, diferenciando-se dos estudos existentes no mercado brasileiro no que se refere à base de dados utilizada, que no presente trabalho se trata da Moody's, do período de análise, que compreendeu os anos de 2008 a 2012, sendo um período mais recente que o utilizado nos trabalhos anteriores e na proposta metodológica, que analisou a governança corporativa a partir de três *proxies*: os níveis de Governança mais elevados, o Índice de Governança Corporativa e a emissão de ADR.

## **2.2 Agências de Classificação e Importância do *Rating* para o Mercado Financeiro**

As classificações de risco de crédito atribuídas por agências específicas, conhecidas como *ratings* de crédito, são instrumentos utilizados por agentes financeiros desde o século XVIII. Entre os anos 1841 e 1909 surgiram as primeiras agências de classificação de crédito nos Estados Unidos da América, sendo o referido ano a data de fundação da *Moody's*. Mais tarde seriam fundadas a *Standard & Poor's* – 1916 –, a *Fitch Investors Service* – 1922 – e a *Duff and Phelps* –1980 –, todas tendo como país de origem os EUA e como ênfase a classificação de títulos a partir de fatores que assegurassem a qualidade da adimplência, o retorno e a segurança dos investimentos (CANTOR; PACKER, 1994).

Dentre as principais agências de classificação de risco de crédito, segundo Reilly (2010) e Soares, Coutinho e Camargos (2012), estão a *Standard & Poors*, a *Moody's*, a *Fitch*

e a *Duff and Phelps*. Essas agências emitem, por meio de notações próprias e através de metodologias específicas definidas por cada uma, graus de avaliação sobre o risco de crédito das empresas e países, entre eles os emergentes, a exemplo do Brasil. Essas notações refletem geralmente os mesmos riscos, embora classificados por diferentes agências. Não se observa, de maneira pragmática, afastamentos significantes entre os graus de riscos de inadimplência, seja de empresas ou países, mesmo que atribuídos por diferentes agências (REILLY, 2010), havendo, portanto certa homogeneidade nos *ratings* de diferentes agências atribuídos aos mesmos títulos.

Destaca-se que, no que tange às principais agências de *rating*, as pesquisas acadêmicas têm sido realizadas principalmente tendo com base as classificações atribuídas pelas agências Standard & Poor's e Moody's, conforme observado nos trabalhos de Silva *et al.* (2012), Damascenos *et al.* (2008), Silva *et al.* (2010), Katz (1974), Weistein (1977) e Steiner e Heinke (2001). Em todos esses casos, os autores optaram por essas agências pela facilidade de coleta das informações e/ou influência de seus *ratings* nos mercados analisados.

No contexto da importância das classificações de risco das empresas e países, observa-se que é inerente aos investidores a busca de avaliações especializadas sobre oportunidades de investimentos em títulos de dívidas. Nesta linha de pensamento, de acordo com Silva *et al.* (2010), as avaliações de crédito atribuídas pelas agências de *rating* são amplamente utilizadas pela comunidade financeira como medida de risco de títulos privados, e essas classificações atribuídas, desta forma, refletem a credibilidade que os provedores de recursos têm a respeito dessas empresas.

A Standard & Poor's (2012) define o *rating* como uma avaliação da capacidade financeira global do devedor pagar suas obrigações financeiras. Para a Moody's (2012), o processo de *rating* mede a perda total de crédito esperada, em relação ao tomador, considerando assim sua probabilidade de inadimplência. O que se observa, nas metodologias dessas duas agências, é que ambas levam em consideração aspectos que julgam suficientes para analisar a capacidade das empresas de honrarem compromissos financeiros (SILVA *et al.*, 2010).

Os aspectos considerados pelas agências de *rating*, em seus procedimentos de análise devem repassar aos investidores segurança quanto aos *ratings* que estão sendo publicados e tomados como base para decisões de investimentos. A Moody's (2012) considera aspectos como a qualidade da gestão, a posição e a diversidade de mercado, elementos legais inerentes à empresa ou ao país, a dinâmica financeira, as capacidades globais de cumprimento de obrigações junto aos credores e os parâmetros considerados pelas empresas que representem maior segurança para os investidores. A Standard & Poor's (2012), por sua vez, apresenta como aspectos considerados a natureza das obrigações que a empresa ou o país contraíram, os mecanismos de proteção oferecidos nos casos de falência e inadimplência, as políticas de gestão de riscos, as leis que afetam os direitos dos credores e a probabilidade de honra das obrigações contraídas.

Na visão de Valle (2002), as classificações são opiniões especializadas sobre a capacidade das empresas de cumprirem com suas obrigações financeiras, avaliadas através de metodologias próprias das empresas que levam em conta aspectos diversos que possam influenciar o risco de inadimplência. Suas evidências empíricas sinalizam os aspectos que poderiam determinar as classificações atribuídas pelas empresas. De acordo com Reilly (2010), os *ratings* são positivamente influenciados por variáveis relacionadas à lucratividade, ao tamanho e à cobertura do fluxo de caixa, e negativamente ao nível de alavancagem e à instabilidade dos lucros. Outros autores, a exemplo de Blume, Lim e MacKinley (1998), defendem a utilização de variáveis financeiras, claramente advindas dos indicadores contábil-financeiros e medidas de mercado, por encontrarem relação significativa estatisticamente entre essas variáveis de mercado e os *ratings*, sugerindo inclusive que empresas maiores tendem a

ter melhores classificações, pois além de possuírem mais ativos, são geralmente mais antigas e consolidadas nos mercados em que atuam.

De acordo como Valle (2002), a mais alta classe de títulos representa os investimentos de alta probabilidade de cumprimento das obrigações de dívidas, enquanto a classe mais baixa se refere a títulos de empresas com fortes chances de se tornarem inadimplentes (ou já o serem), que devem ser analisadas apenas enquanto oportunidade de especulação.

Optou-se pela Moody's pelo fato da agência disponibilizar informações sobre os *ratings* de maneira facilmente acessível (sendo suficiente apenas cadastro no *site* da agência), além do histórico das classificações para todas as empresas que estão na base de dados da referida agência. Esta escolha também tomou como base o fato de a Moody's ser a agência de *rating* mais antiga, de abrangência global, e uma das quatro maiores do mundo. Os *ratings* utilizados nesta pesquisa refletem a classificação final em cada ano, coletado a partir de do sistema de *Research & Ratings*, disponível após cadastro no *site* da agência.

As classes definidas pela Moody's são: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca e C. Para investimento, segundo a Moody's, os *ratings* de Aaa a Baa3 são mais adequados, pois se tratam de títulos de pessoas jurídicas com boa capacidade de honra de obrigações financeiras, enquanto as notações de Ba1 a C são adotadas para especulação. No que diz respeito às classificações mais baixas, de acordo com Damascenos *et al.* (2008), tratam-se de empresas com baixa probabilidade de recuperação da capacidade de cumprimento das obrigações, seja do principal e/ou juros das dívidas. Estas empresas são caracterizadas por solicitações de falência, mas com baixas perspectivas de efetuação de pagamentos relativos às obrigações financeiras.

### 2.3 Governança Corporativa e Rating de Crédito: Evidências Empíricas

Trabalhos utilizando como objeto de pesquisa a influência da governança corporativa nos *ratings* atribuídos pelas grandes agências de classificação de risco são relativamente recentes na literatura. Elencam-se, nesta perspectiva, os trabalhos de Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), Bhojraj e Sengupta (2003) e Aman e Nguyen (2013), para mercados internacionais, e Santos *et al.* (2010), Silva *et al.* (2012) e Soares, Coutinho e Camargos (2012).

Em pesquisas internacionais, Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) investigaram se a adoção de boas práticas de governança poderia influenciar os *ratings* de crédito, quando encontraram que características relacionadas às boas práticas de governança podem aumentar a probabilidade de as empresas receberem melhores classificações. Bhojraj e Sengupta (2003), na mesma perspectiva, investigaram a existência de relação entre governança corporativa e *rating*, em termos de rendimento de títulos e encontraram relação positiva entre boas práticas de governança e as classificações dos títulos. Aman e Nguyen (2013) encontraram que as empresas com boas práticas de governança, no Japão, possuem melhores *ratings* associados, entretanto, a importância das variáveis não foi igual, mas destaca-se uma significância positiva no modelo que apresentou como *proxy* para a governança um índice em vez de diversas variáveis de governança.

Trabalhos relacionando as classificações de risco de crédito das empresas, mensurado pelo *rating* de agências especializadas, e aspectos como a governança corporativa e o *spread* de debêntures são uma agenda de pesquisas ainda relativamente recente no Brasil. Santos *et al.* (2010) e Silva *et al.* (2012), por exemplo, examinaram a influência das práticas de governança corporativa no desempenho das debêntures classificadas por agências de *rating*. Nos dois trabalhos a relação encontrada foi positiva apenas para a concentração de propriedade, sinalizando que esta pode influenciar de maneira significativa melhores classificações. Inesperadamente, no entanto, o que se notou foi que a *proxy* de boa governança apresentou relação negativa com o desempenho das debêntures, ou seja, implicando em

menores *ratings* para empresas que adotaram boas práticas de governança. Em outra pesquisa nesta mesma linha, Soares, Coutinho e Camargos (2012), investigando os determinantes dos *ratings* atribuídos pela Standard & Poor's, encontraram significância apenas das variáveis relacionadas à governança corporativa, ao índice de Cobertura de Juros e o tamanho dos ativos.

O que se observou nas pesquisas, no caso brasileiro, foram amostras relativamente pequenas e cobrindo períodos relativamente curtos, muitas vezes tendo como justificativa às limitações as bases de dados das agências ou mesmo a falta de informações econômico-financeiras das empresas. No trabalho de Soares, Coutinho e Camargos (2012), para os anos de 2009 e 2010, atingiu-se um total de 72 observações de empresas. No trabalho de Santos *et al* (2010), por sua vez, foi obtida uma amostra final de 42 observações de empresas, compreendendo o período de 2005 a 2010. Por fim, no trabalho de Silva *et al* (2012), compreendendo o período de 2005 a 2007, foi obtida um amostra de 101 observações de empresas. Nos supracitados trabalhos os modelos econométricos adotados, foram o *Probit ordenado*, em Santos *et al* (2010) e Silva *et al* (2012), e o modelo *Logit ordenado* em Soares, Coutinho e Camargos (2012).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa se caracteriza como um estudo empírico-analítico (MARTINS; LINTZ, 2000; MARTINS, 2002), tendo em vista que faz uso de técnicas de coleta, tratamento e análise quantitativa de dados. No que diz respeito à abordagem, trata-se de uma pesquisa quantitativa, pois de acordo com Matias-Pereira (2010) é caracterizada pela aplicação de métodos estatísticos para análise dos dados e resultados. Do ponto de vista dos objetivos, este trabalho pode ser classificado como um estudo exploratório, uma vez que tem como proposta investigar um tema com conhecimento ainda pouco estruturado (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006).

#### 3.1 O Modelo *Probit*

O modelo *Probit* se insere na classe de modelos de regressão linear que são aplicados a variáveis dependentes binárias. Nessa classe de modelos, os mais comuns são os modelos *Probit* e *Logit*, que têm seus resultados interpretados de forma análoga, por terem como restrição a resposta binária (ou quântica) ou a variável dependente limitada a um determinado ponto na reta real (PINO, 2007).

O modelo *Probit* é um modelo multinomial que tem como proposta modelar uma variável dependente qualitativa e ordinal, como é o caso dos *ratings* (DAMASCENOS *et al*, 2008). A estimação dos parâmetros desse modelo é obtida segundo uma função de máxima verossimilhança (GREENE, 2003). Na opinião do autor supracitado, o potencial desse modelo reside na habilidade de identificar os efeitos independentes de um conjunto de variáveis sobre a variável dependente, sendo uma modelagem robusta para variáveis de respostas binárias.

Para se investigar a relação da determinação do *rating* a partir de um modelo econométrico, optou-se pela utilização de um modelo do tipo *Probit*, que tem sido aplicado em pesquisas que tiveram como variável dependente o *rating* e como variáveis independentes indicadores e razões relacionadas ao desempenho e aos aspectos contábil-financeiros das firmas (DAMASCENOS *et al.*, 2008; AMAN; NGUYEN, 2013; SILVA *et al.*, 2010). A Equação 1 apresenta a função geral que se pretende modelar neste estudo.

$$\mathbf{Rating} = f(\text{Indicadores Econômico} - \text{financeiros}, IGC) \quad (1)$$

### 3.2 Variáveis Adotadas

Com base nos principais trabalhos empíricos que investigaram os *ratings* de empresas e sua relação com fatores de origem econômica e financeira, definiram-se as variáveis independentes que são adotadas no modelo *Probit ordenado* regredido neste trabalho. A variável dependente é o *rating* atribuído pela Moody's durante o período considerado. O Quadro 1 apresenta as variáveis independentes, a fórmula de obtenção de seus valores, a respectiva fundamentação teórica e a relação esperada com o *rating*:

**Quadro 1** - Variáveis independentes utilizadas para investigação dos efeitos relevantes sobre o *rating* por meio do modelo *Probit ordenado*

Variável	Fundamentação teórica	Operacionalização	Relação esperada
Tamanho	Minardi <i>et al.</i> (2006); Damascenos <i>et al.</i> (2008); Silva <i>et al.</i> (2010).	Ln(Ativo total)	Positiva
Cobertura de Juros	Blume <i>et al.</i> (1998); Damasceno <i>et al.</i> (2008); Silva <i>et al.</i> (2010).	EBIT/Despesa Financeira	Positiva
Alavancagem	Damascenos <i>et al.</i> (2008);	Endividamento total/Ativo Total	Negativa
Desempenho	Silva <i>et al.</i> (2010); Ashbaugh-Skaife <i>et al.</i> (2006).	Cálculo da ROA e do <i>Q</i> de Tobin	Positiva
Estrutura de Capital	Damascenos <i>et al.</i> (2008)	Endividamento de longo prazo/Ativo	Negativa
Margem Operacional	Minardi <i>et al.</i> (2006); Damasceno <i>et al.</i> (2008).	EBIT/Receita líquida operacional	Positiva
Liquidez Geral	Silva <i>et al.</i> (2010).	Ativo total/dívida total.	Incerta
Governança Corporativa	Aman e Nguyen (2013); Silva <i>et al.</i> (2012); Silva <i>et al.</i> (2010); Soares, Coutinho e Camargos (2012).	Níveis de Governança Corporativa e o IGC	Incerta
ADR	Silveira <i>et al.</i> (2008).	Emissão de ADR	Incerta

Fonte: Elaborado pelos autores (2013).

As relações esperadas são oriundas do aporte teórico sobre investigações acerca dos fatores determinantes do *rating* do crédito. Ao todo foram consideradas onze variáveis, sendo duas *dummies* relacionadas à governança corporativa (Níveis de Governança e IGC), uma *dummy* relacionada à emissão de ADR e as demais se trataram de oito indicadores econômico-financeiros definidos a partir das evidências empíricas anteriores.

Optou-se pelo acréscimo da variável ADR devido à importância enquanto *proxy* para as práticas diferenciadas de transparência e respeito às normas internacionais de prestação de informações, além da adequação da contabilidade e das relações com investidores relacionadas ao mercado dos EUA. Essa variável encontra sua justificativa na pesquisa de Silveira *et al.* (2008), que sugere a emissão de ADR como um dos determinantes da qualidade da governança corporativa no Brasil.

Desta maneira, as variáveis IGC, níveis de governança corporativa e a emissão de ADR foram convencionadas como *dummies*, onde, para o IGC assumiram os valores de “1” ou “0” para as empresas que fazem parte do IGC ou negociam ações apenas no Mercado Tradicional, respectivamente. A variável discriminante dos níveis de governança corporativa assumiu os valores “1” para as empresas que participam do Novo Mercado ou Nível 2 e valor “0” para empresa que participam do Nível 1 ou Mercado Tradicional. Finalmente, para a emissão de ADR, o valor “1” foi definido para as empresas que emitem ADR e “0” para as demais.

A convenção adotada para os *ratings*, por sua vez, foi: “6” para Aaa, “5” para Aa1, Aa2 ou Aa3, “4” para A1, A2 ou A3, “3” para Baa1, Baa2 e Baa3, “2” para Ba1, Ba2 ou Ba3, “1” para B1, B2 ou B3 e, finalmente, “0” para as empresas com *ratings* Caa1, Caa2, Caa3, Ca ou C.

### 3.3 Amostra

A população selecionada consiste em todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA que possuam classificação de risco de crédito no período de 2008 a 2012. A escolha do período deveu-se às mudanças nas normas contábeis, a partir de promulgação da Lei Nº 11.638/2007, que podem influenciar as variáveis do modelo, tendo em vista a utilização de indicadores econômico-financeiros, que possam ter influenciado a severidade dos *ratings*. Como critérios para a definição da amostra do estudo, foram selecionados apenas: (i) as empresas listadas na BM&FBOVESPA que têm seus *ratings* históricos na base de dados da Moody's; (ii) dentre estas, aquelas que possuem dados contábeis suficientes para o cálculo dos indicadores no período de 2008 a 2012; e (iii) apenas as empresas não financeiras. Assim, as informações contábil-financeiras foram coletadas no banco de dados da Economatica®, a partir de suas demonstrações contábeis consolidadas em 31 de dezembro de cada ano. Com isso, a amostra contou com 41 empresas, ao longo do período analisado, conforme Quadro 2.

Quadro 2 - Empresas participantes do estudo

EMPRESAS			
AES TIETE	CYRELA REALT.	JBS	SID. NACIONAL
ALL AMER. LAT.	ELETROPAULO	JHSF PART.	SUZANO PAPEL
AMBEV	EMBRAER	LOCALIZA	TAESA
BR MALLS PART.	ENERGIAS BR	LUPATECH	TEGMA
BROOKFIELD	ENERGISA	MARFRIG	ULTRAPAR
CEMAT	EVEN	MINERVA	VALE
CEMIG	FIBRIA	OGX PETROLEO	VALID
COELBA	GER PARANAP.	PARANAPANEMA	VIVER
COMGÁS	GERDAU	PETROBRAS	
COPASA	GOL	REDE ENERGIA	
CPFL ENERGIA	HYPERMARCAS	ROSSI RESID	

Fonte: Elaborado pelos autores (2013).

A escolha da agência Moody's se deve ao fato dela disponibilizar informações sobre os *ratings* de maneira mais acessível, além do histórico das classificações para todas as empresas que estão na base de dados da referida agência. Esta escolha também tomou como base o fato de a Moody's ser a agência de *rating* mais antiga, de abrangência global, e uma das três maiores do mundo. O tempo de existência da agência e sua abrangência, neste sentido, podem sugerir que a mesma faça uso de critérios mais exigentes para classificação do risco de crédito, fortalecendo, assim, a justificativa de sua escolha como base de dados. Com isso, os *ratings* utilizados nesta pesquisa refletem a classificação final em cada ano, coletado a partir de do sistema de *Research & Ratings*, disponível após cadastro no *site* da agência.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Ao todo foram analisados os *ratings* de 41 empresas, excluídas as financeiras, conforme metodologia adotada. As classificações das empresas da amostra, pela metodologia da Moody's, variou de "A2" a "Ca", não sendo observadas empresas com classificação fora desse intervalo. Os *ratings* foram obtidos através de pesquisa na base de dados da Moody's, totalizando 137 observações de *ratings* de empresas brasileiras não financeiras no período de 2008 a 2012.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas dos indicadores econômico-financeiros que foram adotados como variáveis independentes do modelo *Probit*:

Tabela 1 - Estatísticas descritivas dos indicadores das empresas. 2008 – 2012.

VARIÁVEIS	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MEDIANA
Tamanho	16,1138	1,3967	16,0842
Cobertura de Juros	2,6212	3,2909	2,0000
Alavancagem	0,3816	0,1299	0,3912
Retorno Sobre o Ativo (ROA)	0,6692	0,6064	0,5287
Q de Tobin	1,2005	0,7464	0,9699
Estrutura de Capital	0,3967	0,1190	0,3812
Margem Operacional	0,8188	2,2046	1,0982
Liquidez Geral	1,6520	1,0982	1,5896

Fonte: Elaborado pelos autores (2013).

A análise exploratória dos dados da amostra também forneceu informações sobre o percentual de empresas brasileiras não financeiras com *ratings* atribuídos pela Moody's no período do estudo, quais sejam: A (5,84%), Baa (30,66%), Ba (37,96%), B (20,44%) e C (5,11%). No que diz respeito aos percentuais médios de empresas por nível de governança na BM&FBOVESPA durante esse período, observou-se que: 48,90% das empresas estavam no Novo Mercado; 6,56% das empresas no Nível 2; 11,67% no Nível 1; e 32,84% estavam no Mercado Tradicional. No que tange à emissão de ADR, 32,00% das empresas nesse período possuíam ADR sendo negociadas.

Antes de serem executadas as regressões através de modelos do tipo *Probit*, foi realizada uma análise da correlação entre as variáveis econômico-financeiras, além da *proxy* da governança corporativa (IGC), e o *rating* das empresas. As relações lineares foram analisadas a partir da matriz de correlações de Pearson apresentada na Tabela 2.

**Tabela 2** - Matriz de Correlações de Pearson das variáveis utilizadas na pesquisa.

	RTG	ALAV	CJ	ECP	LG	MG	QT	ROA	TAM	ADR	IGC
RTG	1										
ALAV	-0,457***	1									
CJ	0,634***	-0,502***	1								
ECP	-0,375***	0,705***	-0,368***	1							
LG	0,486***	-0,603***	0,352***	-0,635***	1						
MG	0,154	-0,181***	0,079	-0,086	0,128	1					
QT	0,434***	-0,172**	0,478***	-0,232***	0,194**	0,093	1				
ROA	0,089	0,051	-0,008	-0,127	-0,044	-0,008	0,144	1			
TAM	0,380***	-0,379***	0,239***	-0,143	0,327***	0,063	-0,065	-0,063	1		
ADR	0,418***	-0,302***	0,195**	-0,118	0,190**	0,060	0,106	0,172**	0,667***	1	
IGC	-0,189***	0,041	-0,349***	-0,013	-0,042	-0,134	-0,277***	0,173**	-0,044	0,015	1

Fonte: Elaborado pelos autores (2013).

Notas: ALAV = Alavancagem; CJ = Cobertura de Juros; ECP = Estrutura de Capital; IGC = Participação do IGC (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1); LG = Liquidez Geral; MG = Margem Operacional; QT = Q de Tobin; RTG = *Rating*; ROA = Retorno sobre o Ativo; TAM = Tamanho; e ADR = *American Depositary Receipts*. \* significante a 10%; \*\* significante a 5% e \*\*\* significante a 1%.

A partir da análise da correlação verificou-se que o *rating* das empresas, para o período considerado, foi estatisticamente e negativamente correlacionado com as variáveis Alavancagem (-0,457 a 1%), Estrutura de Capital (-0,375 a 1%) e, inesperadamente, ao IGC (-0,189 a 1%). O *rating* apresentou, ainda, correlação positiva e significativa com as variáveis Cobertura de Juros (0,634 a 1%), Liquidez Geral (0,486 a 1%), Q de Tobin (0,434 a 1%), Tamanho (0,380 a 1%) e a emissão de ADR (0,418 a 1%). A matriz de correlações sugere, também, a inexistência do problema da multicolinearidade.

Preliminarmente, portanto, acredita-se que o *rating* das empresas da amostra, no período, foi moderadamente influenciado pelo grau de endividamento (relação negativa) e pelo desempenho da empresa (relação positiva).

#### 4.1 Regressões do Modelo *Probit* com Diferentes Especificações

Com o propósito de aumentar a robustez dos resultados, foram regredidos oito modelos do tipo *Probit* com diferentes especificações. O modelo geral é definido a partir da equação 2.

$$RTG = \alpha + \beta_1 ALAV + \beta_2 CJ + \beta_3 ECP + \beta_4 LG + \beta_5 MG + \beta_6 QT + \beta_7 ROA + \beta_8 TAM + \beta_9 ADR + \beta_{10} IGC + \varepsilon \quad (2)$$

Para fins de análise da robustez dos modelos, são apresentados o McFadden R<sup>2</sup> (ou pseudo-R<sup>2</sup>), para avaliar o ajustamento geral do modelo de regressão; os critérios de informação de Akaike (AIC ou *Akaike Information Criterion*) e de Schwarz (SBC), para comparação de modelos alternativos; o *p*-valor da estatística LR (*Likelihood Ratio* ou Razão de Verossimilhança), para verificar a significância global do modelo; e, finalmente, a soma dos quadrados dos resíduos da regressão (SSR ou *Sum Squared Residuals*), para analisar o comportamento dos resíduos dos modelos. As referidas estatísticas são apresentadas na Tabela 3.

**Tabela 3 - Modelos *Probit* para estimação dos determinantes do *rating* com diferentes especificações**

Variáveis Explicativas	Especificações dos Modelos							
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)	(VII)	(VIII)
<i>Constante</i>	-3,954	1,021	7,791***	7,366***	5,702**	3,353*	5,340**	3,722**
ALAV	-28,194*	-27,557*	-23,665***	-22,622**	-21,464**	-19,432**	-15,471**	-11,387**
CJ	0,250	0,339	0,361	0,343	—	—	—	—
ECP	-2,458	—	—	—	—	—	—	—
IGC	3,776	3,634	3,011***	2,696**	2,208**	2,177**	2,082**	1,961**
LG	-1,407	-1,779	-2,008	-1,751	-0,931	—	—	—
MG	0,056	0,050	0,063	—	—	—	—	—
QT	10,03	8,454	6,184	6,220	6,152	5,865	—	—
ROA	2,515	2,259	2,383	1,744	1,788	2,055	2,078*	2,029*
TAM	0,730	0,431	—	—	—	—	—	—
ADR	-2,023	-1,486	-1,437	-1,409	-1,347	-1,048	-0,641	—
Critérios de Análise para os Modelos								
McFadden R <sup>2</sup>	0,570	0,565	0,561	0,551	0,510	0,487	0,477	0,398
AIC	1,001	0,949	0,897	0,849	0,833	0,799	0,808	0,801
SBC	1,446	1,349	1,252	1,160	1,099	1,022	1,030	1,009
LR ( <i>p</i> -valor)	0,018	0,011	0,006	0,004	0,003	0,002	0,002	0,003
SSR	2,453	2,530	2,526	2,456	2,810	2,969	2,954	3,341

Fonte: Elaborado pelos autores (2013).

Notas: LAV = Alavancagem; CJ = Cobertura de Juros; ECP = Estrutura de Capital; IGC = Participação do IGC (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1); LG = Liquidez Geral; MG = Margem Operacional; QT = *Q* de Tobin; RTG = *Rating*; ROA = Retorno sobre o Ativo; TAM = Tamanho; e ADR = *American Depositary Receipts*. \* significativa a 10%; \*\* significativa a 5% e \*\*\* significativa a 1%.

As regressões foram executadas enquanto houvesse variável sem relevância na explicação do *rating*, isto é, enquanto houvesse coeficientes das variáveis sem significância estatística, sendo retirado, a cada regressão, a variável mais insignificante no ajustamento. Ao final de um total de oito regressões, apenas as variáveis ALAV, IGC e ROA foram mantidas no modelo. Ressalta-se que a variável Alavancagem foi negativa e significativa em todos os modelos estimados, o IGC foi positivo e significativo em seis das oito regressões executadas e o Retorno Sobre o Ativo foi positivo e significativo apenas em duas das regressões.

No tocante os critérios de análise para capacidade explicativa do modelo e robustez das regressões, verificou-se que o modelo mais adequado apresentou um McFadden R<sup>2</sup> de 0,398, significância estatística para todas as variáveis explicativas e significância global do

modelo ( $LR < 0,05$ ). Apesar da soma dos quadrados dos resíduos do modelo caracterizar maior variação dos erros estimados, percebeu-se que esse comportamento não se afastou muito dos modelos regredidos com outras estimações. A avaliação do correlograma dos resíduos, em nível, indicou que os resíduos não são autocorrelacionados ou parcialmente correlacionados. Executou-se, também, o teste de Kolmogorov-Smirnov, indicando que os resíduos estão normalmente distribuídos.

Por fim, a partir da análise dos critérios de informações, verificou-se que na comparação dos modelos, o modelo que tem como variáveis explicativas a ALAV, IGC e ROA, pelos critérios SBC e AIC, se configurou como o mais parcimonioso.

Ressalta-se que os resultados vão de acordo com a pesquisa de Soares, Coutinho e Camargos (2012), na mesma linha de análise, que salientaram a importância do IGC na determinação dos *ratings* de empresas brasileiras. As demais variáveis, nesta mesma perspectiva, apresentaram resultados semelhantes aos trabalhos de Damascenos *et al* (2008) e Minardi *et al* (2006).

#### 4.2 Regressões do Modelo *Probit* para os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Com base na análise exploratória da amostra, percebeu-se que as empresas que fazem parte dos níveis mais elevados de governança corporativa (Novo Mercado e Nível 2), representaram cerca de 55,5% das observações totais. Foi proposta, então, uma *proxy* alternativa para testar novamente a relação entre a governança corporativa e os *ratings*.

Foi criada, desta forma, uma *dummy* em que as empresas que fizessem parte do Novo Mercado ou do Nível 2 (convencionadas com “1”) *versus* as demais empresas, que por sua vez fazem parte do Nível 1 ou do mercado Tradicional (convencionadas com “0”).

Regrediram-se novamente os modelos, substituindo-se a *proxy* anterior, que é o IGC, pela nova *dummy* dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA (Novo Mercado e Nível 2 *versus* Nível 1 e Mercado Tradicional). Foram executadas regressões, portanto, a partir de um novo modelo *Probit* geral, conforme a equação 3.

$$RTG = \alpha + \beta_1 ALAV + \beta_2 CJ + \beta_3 ECP + \beta_4 LG + \beta_5 MG + \beta_6 QT + \beta_7 ROA + \beta_8 TAM + \beta_9 ADR + \beta_{10} IGC + \varepsilon \quad (3)$$

De maneira análoga ao conjunto de regressões da seção 4.1 foram executadas regressões enquanto houvesse variável sem relevância na explicação do *rating*. Enquanto houvesse variáveis com coeficientes sem significância estatística, retirou-se, a cada regressão, a variável mais insignificante no ajustamento. Novamente, após oito regressões, restou um modelo de maior robustez, apresentado na Tabela 4. Optou-se pela omissão dos demais modelos, tendo em vista que apenas o referido não apresentou fraco ajustamento global e/ou baixa significância dos coeficientes das variáveis.

**Tabela 4 - Modelo *Probit* com as variáveis explicativas ALAV, NMN2 e ROA**

Coeficientes	Variáveis Explicativas				
	Constante	ALAV	NMN2	ROA	
	0,561	-3,527*	1,187**	1,957**	
Critérios para análise do Modelo	McFadden R <sup>2</sup>	AIC	SBC	LR (p-valor)	SSR
	0,293	0,936	1,114	0,016	3,646

Fonte: Elaborado pelos autores (2013).

Notas: LAV = Alavancagem; NMN2 = *proxy* para os níveis de governança corporativa; ROA = Retorno sobre o Ativo. \* significante a 10%; \*\* significante a 5% e \*\*\* significante a 1%.

De maneira semelhante ao que foi obtido como resultados na seção 4.1, apenas as variáveis alavancagem, retorno sobre o ativo e a *proxy* proposta para governança corporativa (Novo Mercado e Nível 2 *versus* Nível 1 e Tradicional) apresentaram significância estatística, sendo a relação negativa para a primeira variável e positiva para outras duas. O ajustamento global, avaliado através do McFadden R<sup>2</sup>, demonstrou que o modelo apresentado tem capacidade global, explicativa, de 0,293, contudo, salienta-se que o mesmo foi significativo (LR < 0,05). O que se observou, nesta segunda fase de análise, foi novamente uma relevância estatística, positiva, dos Índices de Governança da BM&F Bovespa na explicação dos *ratings* da Moody's.

## 5 APONTAMENTOS CONCLUSIVOS

Por meio de análises da correlação e de regressão, a presente pesquisa buscou analisar quais são os efeitos das práticas de governança corporativa sobre o *rating* de crédito atribuído pela Moody's às empresas abertas não financeiras na BM&FBOVESPA durante o período de 2008 a 2012. Para adequar-se à esta proposta de estudo, foi utilizado o modelo *Probit* ordenado. A partir da análise da Correlação, verificou-se significância estatística para as variáveis de endividamento (correlação negativa com o *rating*) e o desempenho (correlação positiva com *rating*). Inesperadamente o IGC teve correlação negativa e significativa com o *rating* e a emissão de ADR apresentou correlação positiva e significativa.

Seguindo a metodologia de outros autores, a exemplo de Damascenos *et al.* (2008), Aman e Nguyen (2013), Santos *et al.* (2010) e Silva *et al.* (2012), procedeu-se com regressões do tipo *Probit*, que indicaram, após oito regressões, que a governança corporativa, por meio da *proxy* do IGC, foi relevante na determinação dos *ratings* da Moody's no período, apresentando um coeficiente de 1,961, significativo a 5%. Foram significantes, também, as variáveis Alavancagem (-11,387 a 5%) e o Retorno sobre o Ativo (2,029 a 5%). O modelo apresentou, além da significância estatística (LR < 0,05), um capacidade explicativa global, configurada pelo McFadden R<sup>2</sup>, de 0,398. Esse desempenho foi superior aos modelos configurados por Silva *et al.* (2010), que variaram de 0,08 a 0,18; e Santos *et al.* (2012), que variaram de 0,15 a 0,17. Quando comparado com o modelo de Soares, Coutinho e Camargos (2012), contudo, a capacidade explicativa foi inferior (0,597).

No segundo momento, tendo em vista que cerca de 55,5% da amostra foi composta de empresas participantes do Novo Mercado e Nível 2, optou-se pela realização de novos testes, a fim de reforçar os resultados da pesquisa, dessa vez tendo como *proxy* para governança corporativa a participação ou não dos níveis mais elevados, sendo estes o Novo Mercado e o Nível 2. Após oito regressões, novamente as variáveis relevantes na explicação dos *ratings* da Moody's foram a Alavancagem (-3,527 a 10%), Retorno sobre o Ativo (1,957 a 5%) e, corroborando os resultados da fase anterior, a variável que teve como *proxy* a participação ou não das empresas no Novo Mercado ou Nível 2 (1,187 a 5%). O desempenho geral do modelo, dessa vez, caiu para 0,293.

Como conclusão geral da pesquisa, as evidências sugerem que a governança corporativa vem sendo considerada pela Moody's desde 2008, o que pode ser verificado a partir do conjunto de testes realizados no presente trabalho. Essas evidências, portanto, reforçam o que outros trabalhos, a exemplo de Soares, Coutinho e Camargos (2012), que haviam encontrado para um período anterior (2009-2010) relação positiva e significativa entre o IGC e os *ratings* atribuídos para empresas brasileiras.

Apontam-se, como limitações do presente estudo, em especial a quantidade de empresas que pode ter comprometido os resultados dos testes econométricos. Sugere-se, neste sentido, que pesquisas futuras pesquisem outras agências de classificação e períodos maiores,

além da confrontação de resultados estimados por meio de diferentes classes de modelos econométricos.

## REFERÊNCIAS

AMAN, H.; NGUYEN, P. Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. **Research in International Business and Finance**, v. 29, 2013.

ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firm's credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1, 2006.

BAKER, H. K.; ANDERSON, R. **Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice**. The Robert W. Kolb series in finance. New Jersey: Wiley, 2010.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effects of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. **Journal of Business**, v. 76, 2003.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms Market Values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, No. 2, 2006.

BLUM, M.E.; LIM, F.; MACKINLAY, A. C. The Declining Credit Quality of U.S. Corporate Debt: Myth or Reality? **Journal of Finance**, v.53, 1998.

BM&F BOVESPA. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 23 Maio 2013.

BORGERTH, V. M. C. **SOX: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley: um caminho para a informação transparente**. São Paulo, SP: Thomson Learning, 2007.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate Governance and Firm Valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, 2006.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, v.41, n. 4, 2006.

CANTOR, R.; PACKER, F. The Credit Rating Industry. **Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York**, v. 19, n. 2, 1994.

DAMASCENO, D. L.; ARTES, R.; MINARDI, A. M. A. F. Determinação de rating de crédito de empresa brasileiras com a utilização de índices contábeis. **R.Adm.**, São Paulo, v. 43, n. 4, 2008.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n.1, 1989.

GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. Prentice Hall: New York, Upper Saddle River, 2003.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Origem da boa Governança**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 16 Maio 2013.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

KATZ, S. The Price Adjustment Process of Bonds to Rating Reclassifications: A Test of Bond Market Efficiency. **The Journal of Finance**, v. 29, 1974.

LARKER, D.; TAYAN, B. **Corporate Governance Matters: A closer look at organizational choices and their consequences**. Pearson Education. New Jersey: Upple Saddle River, 2011.

LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: what we know and what we don't. **The World Bank Research Observer**, v. 26, n. 1, 2011.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. Análise Comparativa do Desempenho Contábil Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 4, n.1, 2012.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, G. A.; LINTZ, A. **Guia para elaboração de monografias e trabalhos de conclusão de curso**. São Paulo: Atlas, 2000.

MATIAS-PEREIRA, J. **Manual de metodologia da pesquisa científica**. São Paulo: Atlas, 2010.

MINARDI, A.; SANVICENTE, A.; ARTES, R. **Determinação de crédito de unidades de negócio visando estimar o custo de capital de terceiros**. São Paulo: Ibmec, 2006.

MOODY'S. **Ratings Methodology**. Disponível em: <<http://www.moody.com>>. Acesso em: 17 Maio 2013.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, 2007.

PENHA, R. S. Desempenho econômico-financeiro das empresas com boas práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA. IN: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE DA USP, 13., São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo, 2013.

PICCOLI, P. G. R.; SOUZA, W. V.; ALCEU, S.; CORSO, J. M. A influência da adoção de práticas de governança corporativa na valorização das ações de companhias listadas na Bovespa. **Revista Perspectivas Contemporâneas**, v. 7, n. 2, 2012.

PINO, F. A. Modelos de decisão binários: uma revisão. **Rev. de Economia Agrícola**, São Paulo, v. 54, n. 1, 2007.

REILLY, F. K. **Investment analysis and portfolio management**. 10. ed. Prentice Hall, 2010.

STANDARD & POOR'S – S&P. **Ratings Criteria**. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com>>. Acesso em: 17 Maio 2013.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodología de la Investigación**. México: McGraw-Hill, 2006.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, 1997.

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Os efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa sobre os ratings de crédito das debêntures. **Revista de Negócios**, v. 17, n.3, 2012.

SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; NEVES, M. B. E.; CARMONA, C. U. M. Será Que os Ratings de Crédito e os Spread das Debêntures São Influenciados Pelas Práticas de Governança Corporativa? IN: Encontro da ANPAD, 34., Rio de Janeiro/RJ. **Anais...** Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, A. D. M., & BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da Governança Corporativa das empresas brasileiras. **REAd**, v. 14, n.3, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, 2008.

SOARES, G. O. G.; COUTINHO, E. S.; CAMARGOS, M. A. Determinantes do *rating* de crédito das companhias brasileiras. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 109-143, 2012.

STEINER, M.; HEINKE, V. G. Event study concerning international bond price effects of credit actions. **International Journal of Finance & Economics**, v. 6, n. 2, 2001.

THOMSEN, S. Corporate Values and Corporate Governance. **Corporate Governance**, v. 4, n. 4, 2004.

VALLE, M. R. Mercados de bonds: risco, rating e custo de captação. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 2, 2002.

WEARING, R. **Cases in Corporate Governance**. SAGE Publications: London, City Road, 2005.