

Transparência e Risco: Um estudo sobre o gerenciamento de resultados no Brasil

LEANDRO DE CARVALHO ALVES

UFU - Universidade Federal de Uberlândia
lca@leandroalves.adm.br

FABIOLLA VALERIA GONÇALVES

UFU - Universidade Federal de Uberlândia
fabiolla.vg@hotmail.com

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
fmacielpaixoto@gmail.com

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

TRANSPARÊNCIA E RISCO: UM ESTUDO SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NO BRASIL

RESUMO

Dentre os mecanismos de Governança Corporativa propostos pela Teoria de Agência, a transparência é aquele que proporciona a redução da assimetria de informações entre gestores e investidores. Este artigo buscou verificar qual a relação existente entre o nível de transparência e o risco das empresas não-financeiras negociadas na BM&FBovespa no período de 2003 a 2012. A dimensão transparência foi medida por meio das variáveis de gerenciamento de resultados (*Earnings Management*) propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e o aspecto risco foi representado pelo Beta do CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) e pelo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), conforme estudo de Lameira (2012). Como principais resultados, obteve-se uma relação significativa e positiva entre transparência e beta (*proxy* para o custo do capital próprio) e uma associação significativa e negativa entre transparência e WACC (*proxy* para o risco da estrutura interna de capital da empresa). Assim infere-se que uma maior qualidade da governança corporativa pode resultar no aumento do custo do capital próprio e, em contrapartida, na redução do custo de capital de terceiros, de tal forma que o custo médio ponderado de capital da firma seja reduzido.

Palavras-chave: Transparência; Risco; Gerenciamento de Resultados.

RISK AND DISCLOSURE IN BRAZIL: A STUDY ABOUT EARNINGS MANAGEMENT

ABSTRACT

Among the Corporate Governance mechanisms proposed by the Agency Theory, disclosure is one that pursuits reduce the information asymmetry between managers and investors, contributing to increase the assertiveness of the investment allocation process. This article attempts to ascertain what is the relationship between the level of disclosure and the risk of non-financial companies listed on the BM&FBovespa in the period of 2003-2012. Disclosure was measured using the variable of Earnings Management proposed by Leuz, Nanda and Wysocki (2003) and the risk aspect was represented by the Beta of the CAPM (Capital Assets Pricing Model) and the Weighted Average Cost of Capital (WACC) of the firm, according to a study of Lameira (2012). As main results, we obtained a significant and positive relationship between disclosure and beta (proxy for the cost of equity) and a significant and negative association between disclosure and WACC (proxy to measuring the risk of the capital structure of the company). Moreover, from this study, it appears that a higher quality of corporate governance can result in increased cost of capital and, in turn, reduce the cost of debt, so that the weighted average cost of capital the firm is reduced.

Key words: Disclosure; Risk; Earnings Management

1 – INTRODUÇÃO

Dentre os mecanismos de Governança Corporativa, Wong (2009) cita que a transparência é o mais valorizado pelas organizações. As estruturas de governança corporativa, sob o enfoque da transparência, têm como propósito: 1 – garantir aos acionistas minoritários o recebimento de informações confiáveis sobre o valor da empresa; 2 – garantir que os gestores e os grandes acionistas não irão enganar os acionistas minoritários quanto ao valor de seus investimentos e 3 – garantir que os gestores e os acionistas majoritários não farão mau uso do poder conferido a eles em benefício próprio. (BUSHMAN; e SMITH, 2003).

Nesse sentido, para Castro Junior, Conceição e Santos (2011), a transparência é um aspecto importante para uma avaliação acertada das oportunidades de investimento no mercado financeiro, fomentando informações melhores e mais precisas para os acionistas e potenciais investidores, reduzindo assim a assimetria informacional e, portanto, o custo de capital próprio da empresa. Mokhtar e Mellett (2013) ressaltam que os países desenvolvidos apresentam, no geral, um maior nível de divulgação voluntária de informações do que as empresas de países em desenvolvimento.

Além dessa introdução, esse artigo está organizado da seguinte forma: a seção 2 traz o problema de pesquisa e o objetivo, a seção 3 apresenta o referencial teórico que suportou a pesquisa, seção 4 aborda a metodologia de pesquisa que guiou a análise de resultado, que está apresentada na seção 5, por fim, a seção 6 traz a conclusão dessa pesquisa.

2 – PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Qual a relação existente entre o nível de transparência e o risco das empresas não-financeiras negociadas na BM&FBovespa entre os anos de 2002 a 2012?

Esse trabalho se propõe a investigar a relação entre a transparência, medida pelo gerenciamento de resultados, e o risco nas empresas não-financeiras negociadas na BM&FBovespa entre os anos de 2002 a 2012. A hipótese principal deste estudo é de que quanto maior o grau de transparência menor será o risco da empresa. Para a mensuração da transparência utilizou-se como *proxies* as variáveis de gerenciamento de resultados propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Já para a mensuração do risco, foram utilizadas as variáveis beta, em conformidade com o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) e o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*), conforme sugerido por Lameira (2007) e Skaife, Collins e LaFond (2004). Para verificar uma possível associação entre as variáveis de interesse foi utilizado o modelo de regressão com dados em painel, visando lidar com a heterogeneidade das unidades *cross-section*.

3 – REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 – Governança Corporativa

Sabe-se que a Teoria da Agência e os conceitos de Governança Corporativa (GC) são indissociáveis. Um dos estudos precursores sobre GC no contexto norte-americano foi o de Berle e Means (1932), que identificaram a origem do conflito de agência como sendo a separação entre a propriedade e o controle do capital.

Diante dos conflitos e custos de agência e da assimetria de diretos entre *insiders* e *outsiders*, a adoção de mecanismos de GC é essencial para o desenvolvimento corporativo.

Para Wong (2009), os mecanismos de GC adotados consistem em: 1 – Melhorar a transparência através de uma maior divulgação informacional; 2 – Conselho de administração, que ocupa uma posição estratégica no governança corporativa; 3 – Alinhamento de interesses dos agentes através de remuneração baseada em desempenho e outros incentivos financeiros; 4 – Reforçar os direitos dos acionistas e 5 – Responsabilização financeira dos gestores, auditores externos, bancos de investimento e outros intermediários, para garantir a diligência, lealdade e honestidade (WONG, 2009).

Tomando-se a transparência como um dos objetos de estudo, no âmbito nacional o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG, 2010) define que transparência é o desejo de conceder para as partes interessadas informações que sejam de seu interesse e não apenas as que são impostas por disposições de regulamentos e leis. Sobre essas possibilidades de divulgação das informações, Lanzana (2004, p. 13) diz que as empresas podem fornecer informações através de “seus relatórios financeiros, incluindo demonstrativos financeiros, notas de rodapé, análise e discussão por parte dos gestores, assim como outros documentos exigidos pelos órgãos reguladores”. Esse estudo corrobora com o raciocínio de que a informação contábil reduz a assimetria e minimiza o risco dos investidores, possibilitando o aumento dos fundos para o mercado de capitais e, conseqüentemente, reduzindo o risco de liquidez.

Castro Junior, Conceição e Santos (2011) adicionam que para incentivar um maior nível de transparência nas companhias, após a implantação da lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) em 2002 nos Estados Unidos, outros países fortaleceram a legislação do mercado de capitais através dos órgãos reguladores. O mesmo ocorreu em 2000 no Brasil, com a instituição, pela BM&F Bovespa, dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC). Ainda com relação à SOX, Andrade e Rossetti (2006) complementam que além da transparência (*disclosure*), os benefícios dessa legislação podem ser condensados em três grandes grupos: o *compliance* (conformidade legal), a *accountability* (prestação de contas) e o *fairness* (senso de justiça).

Ainda no quesito legal, La Porta *et al* (1998) afirmam que tanto a qualidade do enforcement (capacidade ou poder de aplicação da lei) quanto o próprio conteúdo da lei são elementos importantes da Governança Corporativa. Nesse sentido, mesmo que exista um *enforcement* legal, Bueno (1999, p.3) confirma que a divulgação das informações, não precisa ser necessariamente legal ou formal, podendo ocorrer de forma voluntária ou informal; “o importante é que as informações sejam as mesmas para todos, evitando a práticas de informações privilegiadas (*insider information*)”.

Partindo para a transparência contábil-financeira, Bushman e Smith (2003) definem que a mesma permite a avaliação das oportunidades de investimento em uma economia por parte dos gestores na escolha de projetos, e por parte dos investidores na alocação de recursos. Sob ótica similar, Skinner (1993) expõe que os gestores recebem incentivos para elevar o nível de *disclosure* quando as ações da empresa estão sobrevalorizadas, divulgando notícias ruins para evitar problemas legais. Por outro lado, quando as notícias divulgadas são boas e as ações estão subavaliadas, os gestores então aumentariam a qualidade da informação fornecida ao mercado, para aumentar a credibilidade da empresa resolvendo o problema da subavaliação.

3.2 – Transparência e Risco

A transparência como um dos instrumentos de Governança Corporativa é, para Wong (2009), um dos mecanismos mais disseminados nas empresas e tem por objetivos: 1 – prover informações de desempenho e risco; 2 – garantir uma padronização das informações; 3 –

reduzir o conflito de agência entre *insiders* e *outsiders*; 4 – gerenciar conflitos de interesses entre proprietários, gestores, intermediários e demais *stakeholders*.

Sobre essa temática, Lanzana, Silveira e Famá (2006) verificaram se a relação entre GC e *disclosure* é complementar ou substituta, em 161 companhias abertas da Bovespa, no período de 2002. Se complementar, as empresas com melhores práticas de governança apresentariam maior *disclosure*. E se a relação fosse substituta as empresas com piores práticas de governança apresentariam um maior *disclosure*. Os resultados não assinalaram uma única hipótese (complementação ou substituição) para as dimensões de governança. As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade apontaram uma relação de substituição entre governança e *disclosure*, enquanto que as variáveis relativas ao conselho indicaram uma relação de complementação.

Numa linha semelhante Malacrida e Yamamoto (2006) tratando de *disclosure*, estudaram a relação entre o nível de evidenciação dos dados contábeis e a volatilidade do retorno das ações de 42 empresas do Ibovespa em 2002. Os resultados apontaram que maior nível médio de *disclosure* implica em menor volatilidade média do retorno das ações, o que indica que os investidores estariam dispostos a pagar um maior preço por ações de empresas transparentes.

Abordando a transparência, qualidade e acurácia das informações divulgadas, Fernandes e Ferreira (2008) investigaram a evolução do gerenciamento de resultados e valor da firma em 24.000 empresas em 43 países entre 1990 e 2003. Os autores verificaram que oportunidades de investimento, dependência de financiamento externo, dispersão de propriedade, manutenção de caixa, ambiente de forte proteção legal ao investidor e maior visibilidade e acesso aos mercados de capitais globais tendem a diminuir o gerenciamento de lucros.

No estudo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) são quatro as variáveis de gerenciamento de resultados: 1 – a suavização dos lucros operacionais; 2 – a correlação entre *accruals* e o fluxo de caixa das operações; 3 – a magnitude dos *accruals* e 4 – a pontuação agregada do gerenciamento de resultados (média aritmética da pontuação em cada uma das outras três variáveis). Dessa forma, com mais de 8.000 empresas de 31 países durante o período de 1990 e 1999 e utilizando o mínimo quadrado em dois estágios, os autores concluem que quanto maior o nível de transparência e o *enforcement* legal de um mercado por consequência os minoritários estarão mais protegidos e, por isso, existe menos manipulação de resultados por parte dos gestores e dos majoritários. Já nas pesquisas brasileiras, Martinez (2013) destaca que as métricas de detecção de gerenciamento de resultados podem ser agrupadas em: 1 – *accruals* discricionários; 2 – gerenciamento por decisões operacionais; 3 – distribuição de lucros; 4 - contas específicas – *specific accruals* e 5 – indicadores de *income smoothing*.

Espera-se que quanto mais transparentes forem as informações prestadas por um empresa, menor será o risco assumido ao se investir nessa firma. Correia (2008) prova estatisticamente essa relação através de regressões entre um índice de governança proposto e validado por ela e a taxa de retorno ajustada ao risco. Em seu trabalho, Correia (2008) elabora um índice de governança (IQG) que, através da análise de componentes principais, mede a qualidade dos cinco mecanismos de governança corporativa para empresas brasileiras. Nesse índice a transparência representa, sozinha, cerca de 39% do total do indicador. No estudo de Peixoto (2012), que apresenta a evolução dos mecanismos de CG entre os anos de 2000 e 2009, a variável transparência foi pouco representativa na composição média do índice de governança. No período de maior representatividade, 2002, a transparência contribuiu com 29,66% do índice. Contudo, ao longo do período essa representatividade foi reduzida chegando a 9,54% no ano de 2007.

Mokhtar e Mellett (2013) buscaram medir o grau de informação de risco obrigatório e voluntário, e investigar o impacto da concorrência, governança corporativa e estrutura de

propriedade sobre os relatórios de risco prático em relatórios anuais de 105 empresas egípcias listadas em 2007. Os resultados evidenciaram um baixo nível de cumprimento das exigências de relatórios de risco obrigatório, é indicada uma baixa extensão de denúncia espontânea do risco, com uma tendência retrógrada se comparada à divulgação qualitativa de risco para o futuro.

De outra forma, Lameira (2007) correlaciona a governança corporativa – medida através de um questionário de 20 perguntas binárias sobre os cinco instrumentos de governança – com o risco através das variáveis beta local, beta internacional, volatilidade do retorno das ações, risco não sistemático, custo médio ponderado de capital e a diferença entre o retorno da ação e o retorno da renda fixa. Como resultado, Lameira (2007) encontrou uma relação negativa e significativa entre governança corporativa e risco. Nesse mesmo sentido, Skaife, Collins e LaFond (2004), também encontraram uma relação negativa entre a transparência e o risco medido através do beta. Utilizando uma amostra de cerca de 1.500 grandes empresas no período da década de 1990, os autores concluíram que o Índice de Governança Corporativa desenvolvido por eles explica cerca de 14% da variação do beta. Skaife, Collins e LaFond (2004) averiguaram que o beta é uma variável de controle adequada para os modelos cuja variável dependente é o custo implícito de capital. Para mensurar a variável risco, os autores utilizaram como proxy, o custo de capital (WACC) em $t + 1$. Assim, os autores encontraram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a governança corporativa e o risco em um modelo controlado pelo próprio beta, o tamanho da empresa e o valor *market-to-book*.

Por outro lado, em uma pesquisa que buscava relacionar governança corporativa com o custo de capital próprio de empresas brasileiras, Salmasi (2007) encontrou uma relação positiva e significativa entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa e o custo de capital próprio quando se utilizou o beta (β) do CAPM. Contudo, ao se utilizar como *proxy* do custo de capital próprio o modelo de três fatores de Fama e French os resultados obtidos foram não significativos. Apesar de no estudo de Salmasi (2007) o beta do CAPM ter sido utilizado como *proxy* do custo do capital próprio, essa variável também serve como *proxy* do risco sistemático da empresa, conforme trabalhos de Skaife, Collins e LaFond (2004), Lameira (2007) e Peixoto (2012).

4 – METODOLOGIA

4.1 – Classificação da Pesquisa, População e Amostra

Esse estudo se classifica como uma pesquisa quantitativa e descritiva, sendo a sua população composta por todas as empresas listadas na BM&F BOVESPA que foram negociadas no período de 2003 a 2012, o que totaliza, considerando as informações do banco de dados da Economática[®], 688 empresas. A partir dessa população, foram excluídas as empresas do setor financeiro e de seguros, pois elas possuem critérios de análise distintos das demais empresas devido à seus níveis de endividamento e alavancagem específicos.

Um segundo filtro adotado no trabalho foi com relação à liquidez. Baseando-se no trabalho de Silveira, Barros e Famá (2008), foram excluídas as empresas-ano que, de acordo com o índice de liquidez calculado pela Economática[®], apresentaram índice de liquidez anual inferior a 0,001% do índice correspondente à empresa com ações mais líquidas no período do estudo. Considerando essas restrições, a amostra final foi composta por 272 empresas, que representam um total de 1.728 empresas-ano.

4.2 – Definição das Variáveis

A definição das variáveis da pesquisa, conforme detalhado na apresentação de cada uma delas, foi embasada na literatura nacional e internacional sobre Governança Corporativa.

4.2.1 – Variáveis Dependentes

Levando em consideração as pesquisas de Skaife, Collins e LaFond (2004), Lameira (2007) e Peixoto (2012), foram selecionadas as seguintes variáveis dependentes para a estimação dos modelos:

a) Beta (B): representa o risco sistemático da ação e foi calculado através da regressão do prêmio de risco mensal do título contra o prêmio de risco mensal do IBOVESPA (indicador de mercado) nos sessenta meses anteriores ao período de análise, de acordo com o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Considerou-se a taxa Selic como *proxy* do ativo livre de risco, conforme o trabalhos de Barros, Fama e Silveira (2003) e Rogers e Securato (2009).

$$PR_{it} = \beta_{it} + PR_{Mt} \quad [1]$$

Onde: PR_{it} = Prêmio de risco (retorno do título – retorno do ativo livre de risco) do título i no tempo t ; β_{it} = Risco sistemática da ação; PR_{Mt} = Prêmio de risco (retorno do mercado – retorno do ativo livre de risco) do mercado (IBOVESPA) no tempo t .

b) Custo médio ponderado de capital – CMPC (WACC): é uma *proxy* do custo de capital da empresa e representa o risco da estrutura de capital da mesma. Esse custo pode ser calculado, de acordo com Damodaran (2002, p.299), conforme a seguinte formulação:

$$WACC = \left\{ \frac{[EBIT \times (1-T) + D - I]}{(EQUITY + DEBIT)} \times [1 + (1 - payout) \times ROA] \right\} + [(1 - payout) \times ROA] \quad [2]$$

Onde: WACC (Weighted Average Cost of Capital) = Custo médio ponderado de capital da empresa; EQUITY = Valor de mercado das ações da empresa; DEBT = Valor contábil da dívida da empresa; EBIT = Lucros antes de juros e impostos; T = Alíquota de imposto de renda; D = Valor da depreciação incorrida no período; I = Valor do investimento feito pela empresa; Payout = Percentual do lucro destinado ao pagamento de dividendos; ROA = Razão entre o lucro operacional e os ativos totais da empresa.

Essa variável foi controlada pelo Ativo Total, constituindo o coeficiente WACC/AT. Além disso, conforme argumentado por Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007), esse trabalho também adotou o indicador WACC/AT em $t + 1$. Para o cálculo do WACC em $t + 1$ todas as informações foram retiradas das demonstrações do segundo trimestre de cada ano. Por fim, seguindo Peixoto (2012) adotou-se também o indicador WACC/AT no tempo corrente, garantido, assim, a verificação de ambas as hipóteses de relação em t ou em $t + 1$.

4.2.2 – Variáveis Independentes

Para a mensuração da transparência, utilizaram-se nesse estudo as variáveis propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Esses autores utilizam medidas para gerenciamento de resultados (*earnings management*) como *proxies* para a qualidade das informações publicadas, ou seja, a transparência dos lucros contábeis. Essa mesma abordagem foi utilizada em outros estudos tais como: Fernandes e Ferreira (2007), Correia (2008) e Peixoto (2012).

Apesar de no estudo original Leuz, Nanda e Wysocki (2003) consolidar em um único indicador quatro formas de mensuração de gerenciamento de resultados, nesse estudo foi utilizado nas regressões as formas individuais de cada medida de manipulação dos resultados.

Além disso, devido às características operacionais de cálculo (que implicam em uma quantidade mínima de observações), este estudo não utilizou a medida de prevenção de pequenas perdas (*small loss avoidance*). Com isso, utilizaram-se as seguintes variáveis:

a) **Transparência 1 (T1):** Mede a suavização dos lucros operacionais através da alteração dos *accruals* (contas não caixa), baixos valores de T1 sugerem o gerenciamento dos lucros por parte dos *insiders*. É mensurada pela expressão abaixo conforme modelagem de Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

$$T1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(FCO_{it})} \quad [3]$$

Onde: $T1$ = *Transparência 1*; $LDIR_{it}$ = *Lucro depois do imposto de renda da empresa i no tempo t, controlado pelo Ativo Total*; FCO_{it} = *Fluxo de caixa das operações da empresa i no tempo t, controlado pelo Ativo Total*.

Seguindo ainda a metodologia do estudo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), o cálculo de T1 foi operacionalizado utilizando dados da Economática® e as seguintes formulações:

$$ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it} \quad [4]$$

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - ACC_{it} \quad [5]$$

Onde: ACC_{it} = *Accruals, itens contábeis que não movimentam efetivamente o caixa*; ΔCA_{it} = *Variação nos ativos circulantes totais*; $\Delta CASH_{it}$ = *Variação no disponível e investimentos de curto prazo*; ΔCL_{it} = *Variação nos passivos circulantes totais*; ΔSTD_{it} = *Variação na dívida de curto prazo incluída nos passivos circulantes*; ΔTP_{it} = *Variação no imposto de renda a pagar*; Dep_{it} = *Despesa de depreciação e amortização*.

b) **Transparência 2 (T2):** Mede a suavização e correlação entre a variação dos *accruals* e a variação nos fluxos de caixa das operações, ambos controlados pelo ativo total do período anterior. Grandes correlações (T2) indicam, *ceteris paribus*, que os resultados foram gerenciado

$$T2 = \rho(\Delta ACC; \Delta FCO) \quad [6]$$

Onde: ACC_{it} = *Variação dos accruals, controlado pelo Ativo Total*; ΔFCO = *Variação do fluxo de caixa da operação, controlado pelo Ativo Total*.

c) **Transparência 3 (T3):** Mede a qualidade dos lucros reportados através da magnitude dos *accruals*, que é uma *proxy* para o nível em que os *insiders* gerenciam os resultados

$$T3 = \frac{|ACC|}{|FCO|} \quad [7]$$

Onde: $|ACC|$ = *Valor modular dos accruals*; $|FCO|$ = *Valor modular do fluxo de caixa da operação*.

d) **Média das Transparências (TM):** Assim como Leuz, Nanda e Wysocki (2003), também foi utilizada a variável média das transparências, que foi obtida através da média aritmética de T1, T2 e T3 para cada empresa em cada um dos anos do estudo.

4.2.3 – Variáveis de Controle

Seguindo a proposta de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Silveira (2004), Lameira (2007), Correia (2008), Liu, Uchida e Yang (2012) e Peixoto (2012) este estudo utilizou-se das seguintes variáveis de controle para governança corporativa:

a) Volatilidade da ação (VOL): mede a volatilidade anual de cada ação. Esta variável foi extraída do Economática[®], normalizada para as regressões através da raiz quadrada e usada somente quando a variável dependente foi o beta.

b) Beta (B): conforme definido nas variáveis dependentes, foi utilizado como controle nos modelos do WACC e WACC_{t+1}.

c) Índice *book-to-market* (BTM): representa a sub ou sobre valorização do ativo e foi calculado como o logaritmo natural da razão entre valor patrimonial por ação e o seu preço.

$$BTM = \ln\left(\frac{PL/QTD}{COT}\right) \quad [8]$$

Onde: BTM = Índice *book-to-market*; PL = Patrimônio líquido da empresa; QTD = Quantidade de ações; COT = Preço de fechamento da ação.

d) Valor de mercado (VM): representa uma *proxy* para tamanho da empresa e foi calculado como o logaritmo natural do indicador de valor de mercado retirado da Economática[®].

e) Liquidez em bolsa (LIQ): indicador extraído da Economática[®] que representa o volume relativo de negociações com a ação.

f) Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (NDGC): indica a classificação das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Nível 3 – Novo Mercado). Para as regressões foram criadas uma variável *dummy* para cada nível de adesão.

Quadro 1 – Definição das Variáveis

	Nome	Variável	Definição
Dependentes (Risco)	Beta	B	Risco sistemático da ação e foi calculado através da regressão do prêmio de risco mensal do título contra o prêmio de risco mensal do IBOVESPA (indicador de mercado) nos sessenta meses anteriores ao período de análise.
	Custo Médio Ponderado de Capital	WACC	Proxy do custo de capital da empresa e representa o risco da estrutura de capital da mesma.
Independentes (Transparência)	Transparência - Suavização dos Lucros	T1	Mede a suavização dos lucros operacionais através da alteração dos <i>accruals</i> (contas não caixa).
	Transparência - Correlação entre <i>Accruals</i> e Fluxo de Caixa das Operações	T2	Mede a suavização e correlação entre a variação dos <i>accruals</i> e a variação nos fluxos de caixa das operações.
	Transparência - Magnitude dos <i>Accruals</i>	T3	Mede a qualidade dos lucros reportados através da magnitude dos <i>accruals</i> .
	Média das Transparências	TM	Média aritmética das variáveis de transparência T1, T2 e T3
Controle	Volatilidade	VOL	Mede a volatilidade de cada ação através do desvio padrão dos retornos nos sessenta meses anteriores ao período de análise, normalizada através da raiz quadrada
	Beta	B	Risco sistemático da ação e foi calculado através da regressão do prêmio de risco mensal do título contra o prêmio de risco mensal do IBOVESPA (indicador de mercado) nos sessenta meses anteriores ao período de análise

Continua...

	Nome	Variável	Definição
Controle	Book-to-market	BTM	Representa a sub ou sobre valorização do ativo e foi calculado como o logaritmo natural da razão entre valor patrimonial por ação e o seu preço
	Valor de Mercado	VM	Representa uma <i>proxy</i> para tamanho da empresa normalizado pelo logaritmo natural
	Liquidez em Bolsa	LB	Representa o volume relativo de negociações com a ação
	Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA	NDGC	Indica a classificação das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa definidos pela BM&F BOVESPA (Nível 1, Nível 2 ou Nível 3 – Novo Mercado). Foi criada uma variável dummy para cada nível de adesão.

Fonte: Elaborado pelos autores

Além das variáveis citadas, todos os modelos também foram controlados por *dummies* para o Setor da Econômica e Ano. Dessa forma, o Quadro 1 apresenta o resumo das variáveis utilizadas nesse estudo.

4.3 – Definição dos Modelos Econométricos

Nessa pesquisa, após a aplicação dos testes propostos por Breusch e Pagan (1980) e Hausman (1978), optou-se pelo método de regressão de Efeitos Aleatórios aplicado a um painel desbalanceado para todos os modelos analisados, exceto para o modelo com $WACC_{t-1}$ com TM.

Além disso, os modelos também foram testados contra as premissas de homocedasticidade e ausência de autocorrelação dos termos de erros utilizando respectivamente, os testes de Baum (2001) e de Wooldridge (2002). Como foram rejeitadas ambas hipóteses nulas, seguindo as orientações de Hoechle (2007), todas as estimativas foram obtidas com os erros padrão robustos aos distúrbios de heterocedasticidade e autocorrelação através da opção *vce(cluster id)* no software Stata 13[®].

Por fim, testou-se a endogeneidade dos modelos através do teste de Durbin-Wu-Hausman. Esse teste foi operacionalizado no Stata 13[®] com o comando *xtivreg2* e obteve como resultado a indicação de que todos os modelos são exógenos.

Assim, os seguintes modelos econométricos foram utilizados para análise das regressões com dados em painéis:

$$VD_{it} = \beta_1 VI_{it} + \beta_2 VC_{it} + (\beta_{0i} + \varepsilon_{it}) \quad \text{[I]}$$

Modelo de Efeitos Aleatórios onde: VD_{it} = Variável dependente: Beta, WACC no período corrente ou WACC em $t + 1$; β_1 = Coeficiente da variável independente; VI_{it} = Variável independente: T1, T2, T3 ou TM; β_n = Coeficiente de cada variável de controle; VC_{it} = Variáveis de controle: Volatilidade, Beta (somente para WACC e WACC em $t + 1$), Book-to-market, Valor de Mercado, Liquidez em Bolsa, Dummies para a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, Dummies para o setor da Econômica, Dummies para os anos; $(\beta_{0i} + \varepsilon_{it})$ = Interceptos + Termos de erros.

$$VD_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 VI_{it} + \beta_2 VC_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{[II]}$$

Modelo de Efeitos Fixos onde: VD_{it} = Variável dependente: WACC em $t + 1$; β_1 = Coeficiente da variável independente; VI_{it} = Variável independente: T3 ou TM; β_n = Coeficiente de cada variável de controle; VC_{it} = Variáveis de controle: Volatilidade, Beta, Book-to-market, Valor de Mercado, Liquidez em Bolsa, Dummies para a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, Dummies para o setor da Econômica, Dummies para os anos; $(\beta_{0i} + \varepsilon_{it})$ = Interceptos + Termos de erros.

5 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o intuito de fornecer uma visão geral dos dados utilizados nessa pesquisa, a Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis.

Para as medidas de risco, observa-se uma grande variabilidade entre as empresas independente da variável analisada. Essa dispersão pode ser explicada tanto pelas características das empresas que compõem a amostra – envolvendo praticamente todos os setores da economia e com empresas de diversos tamanhos – quanto pelo período escolhido que engloba subperíodos de pré-crise, crise e pós-crise.

Tabela 1 – Resumo das Estatísticas Descritivas

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
B	1.707	0,895	1,017	-18,206	9,028
WACC	1.587	-1,249	1,764	-37,906	6,079
WACC t+1	929	-1,386	3,363	-90,568	0,609
T1	1.300	0,689	0,771	0,039	10,053
T2	1.200	0,165	0,214	0,000	1,000
T3	1.537	-0,004	0,030	-1,000	0,000
TM	1.555	0,243	0,302	-0,202	3,676
VOL	1.043	52,573	27,346	2,700	234,600
BTM	1.541	-0,381	1,008	-5,443	3,357
VM	1.612	13,876	2,094	6,596	19,714
LB	1.728	0,161	0,408	0,000	4,265
NDGC	1.728	1,124	1,396	0,000	3,000

Fonte: Resultado da pesquisa

Já as variáveis de transparência podem ser agrupadas em dois segmentos de dispersão. Um primeiro grupo, que apresenta maior dispersão, contendo as variáveis T1 e TM que tem como médias 0,689 e 0,243 respectivamente. Já as variáveis T2 e T3 podem ser reunidas em um segundo grupo que apresenta baixa dispersão, tendo, essas variáveis, médias de 0,165 e -0,003 respectivamente.

No que se refere à matriz de correlação (Tabela 2), observa-se que as variáveis de transparência, exceto T3, possuem correlação negativa com a variável NDGC. Essas correlações negativas, ainda que baixas, contrariam o que se espera da literatura, pois de acordo com Leuz, Nanda e Wysocki (2003) as variáveis de transparência possuem sentido positivo com a governança corporativa. Essa divergência pode ser explicada pelo fato de a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa ser voluntária, o que pode gerar distorções nessa variável como *proxy* do real nível de governança das empresas.

Ainda com relação à Tabela 2, as grandes correlações encontradas entre T1 e TM e entre T2 e TM não interferem nas análises, visto que essas variáveis não compõem o mesmo modelo.

Tabela 2 – Matriz de correlação entre as variáveis

	B	WACC	WACC t+1	T1	T2	T3	TM	VOL	BTM	VM	LB	NDGC
B	1											
WACC	0,053	1										
WACC t+1	0,044	0,719	1									
T1	0,023	0,000	0,020	1								
T2	-0,042	-0,096	-0,022	0,548	1							
T3	0,019	-0,019	-0,010	0,007	0,010	1						
TM	0,029	-0,004	0,009	0,970	0,711	0,037	1					
VOL	0,200	0,070	0,107	0,088	0,114	0,035	0,029	1				
BTM	-0,004	-0,444	-0,151	0,006	0,169	-0,004	0,051	-0,042	1			
VM	0,050	0,268	0,053	-0,030	-0,124	-0,006	-0,018	-0,296	-0,401	1		
LB	0,054	0,110	0,064	-0,039	-0,056	0,009	-0,055	-0,078	-0,136	0,494	1	
NDGC	0,111	0,212	0,122	-0,127	-0,133	0,002	-0,079	0,044	-0,202	0,366	0,236	1

Fonte: Resultado da pesquisa

Como se pode observar no Painel A da Tabela 3 somente os modelos com T1 e TM apresentaram resultados estatisticamente significantes no nível de 10% e 5% respectivamente. Contudo, ao contrário do que apontam os estudos de Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007), nesse estudo a relação encontrada entre o beta e as variáveis T1 e TM apresenta sentido positivo, ou seja, quanto melhor o nível de governança corporativa maior o risco sistemático das empresas. Esse resultado corrobora o resultado da pesquisa de Salmasi (2007) que evidenciou uma relação positiva e significativa entre o beta e a governança corporativa. Para Salmasi (2007) essa relação poderia ser explicada pelo fato de que empresas que apresentam maior risco talvez busquem melhores práticas de governança corporativa com o intuito de mitigar, frente aos investidores, esses riscos.

Tabela 3 – Coeficientes dos modelos de regressão

T1, T2, T3 e TM são as variáveis de transparência de acordo com o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Beta (B), Custo médio ponderado de capital no tempo corrente (WACC) e em t + 1 (WACC t+1) são proxies do risco das empresas. Os números representam os coeficientes estimados através das regressões de dados em painéis. *, ** e *** correspondem à significância estatística nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os erros-padrão computados para todas as regressões são robustos a heterocedasticidade e a autocorrelação.

Painel A: Modelo com Beta como variável dependente

	Beta			
T1	0,0405*			
T2		0,0409		
T3			-0,0293	
TM				0,1277**
NDGC - Nível 1	0,0296	0,0102	-0,0053	-0,0059
NDGC - Nível 2	-0,0201	-0,0652**	-0,0449	-0,0372
NDGC - Novo Mercado	0,0187	-0,005	0,0183	0,0152
VOL	0,0435***	0,0483***	0,0396***	0,0389***
BTM	-0,0091	-0,0092	-0,0038	-0,004
VM	0,0074	0,0063	0,0199	0,0214
LB	0,0498	0,059	0,0294	0,0301
Intercepto	0,4065**	0,4690**	0,2557	0,2308
Controlado por Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Controlado por Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Continua...

...Continuação

Painel B: Modelo com WACC como variável dependente

	WACC			
T1	0,0181			
T2		0,0236		
T3			-0,5258*	
TM				0,0788
NDGC - Nível 1	-0,15	-0,1461	-0,2115	-0,2144
NDGC - Nível 2	0,2872	0,2395	0,2377	0,2407
NDGC - Novo Mercado	0,6840***	0,6759***	0,5951***	0,5908***
VOL	0,0089	0,0084	0,0267	0,0252
BTM	-0,5778***	-0,5577***	-0,5380***	-0,5373***
VM	-0,0038	0,0046	0,0955	0,0969
LB	0,0935	0,0897	-0,0135	-0,0138
B	0,0956	0,0955	0,0445	0,0391
Intercepto	-1,6869	-1,8262	-3,0302***	-3,0415***
Controlado por Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Controlado por Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Painel C: Modelo com WACC t+1 como variável dependente

	WACC t+1			
T1	0,0768			
T2		1,1383		
T3			0,0004	
TM				-0,2001
NDGC - Nível 1	-0,0731	-0,5479**	-0,5064	-0,5065
NDGC - Nível 2	0,2898	0,3784	-0,0174	-0,0181
NDGC - Novo Mercado	0,8059***	0,4323	-0,2872	-0,2873
VOL	0,1281**	0,103	0,0877	0,0883
BTM	-0,7864***	-0,4859**	-0,0334	-0,0336
VM	-0,0536	0,143	0,4048*	0,4052*
LB	0,1252	-0,0895	-0,4277	-0,4284
B	0,4845	1,9266**	0,8425	0,8399
Intercepto	-2,5075*	-6,2464***	-8,8605**	-8,8177**
Controlado por Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Controlado por Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: Resultado da pesquisa

Para o segundo grupo de regressões, que tem como variável dependente o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) no período corrente, somente o modelo com T3 apresentou resultado significativo no nível de 10%, como pode ser observado no Painel B da Tabela 3. Ao contrário do beta, no modelo contendo as variáveis WACC e T3 a relação encontrada foi negativa, obtendo-se, assim, um resultado de acordo com o indicado nas pesquisas de Skaife, Collins e LaFond (2004) e Lameira (2007) – apesar de nesses estudos ter sido utilizado somente o WACC em t+1. Isso indica que quanto maior é o nível de governança corporativa da empresa, menor é o seu custo médio ponderado de capital e, por conseguinte, menor é o risco interno da estrutura de capital da firma. Analisando conjuntamente os resultados encontrados nas regressões de beta e WACC e tendo em vista que o beta além de *proxy* de risco sistemático pode ser considerado como uma *proxy* do custo do capital próprio, conforme Salmasi (2007), infere-se que na amostra estudada melhores níveis de governança corporativa aumentam o custo do capital próprio mas, em contrapartida,

reduzem o custo de capital de terceiros de tal forma que o custo médio ponderado de capital seja também reduzido.

Por fim, os modelos que utilizam o WACC em $t+1$ não apresentaram nenhuma relação significativa com a transparência, conforme reportado no painel B da Tabela 4.

6 – CONCLUSÃO

Esse estudo teve como principal objetivo verificar a relação existente entre o nível de transparência e o risco das empresas não financeiras negociadas na BM&FBovespa no período de 2003 a 2012. Para isso, as variáveis de transparências propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) foram regredidas contra as *proxies* de risco: beta do CAPM (B), Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) no tempo corrente e Custo Médio Ponderado de Capital em $t+1$ (WACC $t+1$).

Utilizando regressões em painéis desbalanceados verificou-se uma relação positiva e significativa ao nível de 10% e 5% entre o beta (B) e as variáveis T1 e TM respectivamente. Apesar desse resultado contrariar os estudos de Skaife, Collins e LaFond (2004) e de Lameira (2007), ele corrobora com a pesquisa de Salmasi (2007), que também encontrou uma relação positiva entre o nível de governança corporativa – medido pelo NDGC – e o beta do CAPM (que nesse caso foi utilizado como *proxy* do custo de capital próprio).

Por outro lado, considerando o WACC no tempo corrente como variável dependente, essa pesquisa obteve uma relação negativa e significativa ao nível de 10% tendo T3 como regressor. Esse resultado se alinha com as hipóteses iniciais e coaduna com as pesquisas de Skaife, Collins e LaFond (2004) e de Lameira (2007) que encontraram uma relação inversa entre qualidade da governança corporativa e risco da estrutura de capital da firma. Por sua vez, para as regressões de transparência com o WACC $t+1$, esse trabalho não encontrou nenhuma relação significativa com transparência ao nível de pelo menos 10%.

Dessa forma, essa pesquisa encontrou resultados distintos na relação entre transparência e risco dependendo da *proxy* de risco utilizada, obtendo uma relação positiva (T1 e TM contra beta) ou negativa (T3 contra WACC), em ambos os casos significantes pelo menos ao nível de 10%. Essas constatações, além de não permitir a aceitação ou rejeição da hipótese desse estudo, evidenciam a importância da modelagem econométrica no processo de entendimento das relações entre as variáveis, principalmente no que tange à correta avaliação das variáveis e escolha das *proxies* mais precisas para os indicadores financeiro-econômicos. Por outro lado, esse estudo permite inferir que, para essa amostra, uma maior qualidade da governança corporativa aumenta o custo do capital próprio, mas, em contrapartida, reduz o custo de capital de terceiros de tal forma que o custo médio ponderado de capital da firma seja também reduzido.

Como sugestões de trabalhos futuros propõem-se verificar a qualidade do *disclosure* de empresas que enfrentam dificuldades financeiras.

REFERÊNCIAS

BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R.; SILVEIRA, H. P. Aspectos da teoria de portfólio em mercados emergentes: uma análise de aproximações para a taxa livre de risco no Brasil. In: **Anais VI SEMEAD – Seminário de Administração** – FEA-USP, São Paulo, SP, Brasil 2003.

BAUM, C. F. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. **Stata Journal**. v.1, n.1, p. 101-104, 2001.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **The Review of Economic Studies**, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2297111>>. Acesso em: 12 dez. 2013.

BUSCHMAN, R.; SMITH, A. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, 232, v. 9, n. 1, p.1-1, abr. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=795547>>. Acesso em: 01 nov. 2013.

BUENO, A. F. Problemas de disclosure no Brasil: o caso das empresas com ações no exterior. **Caderno de Estudos**, São Paulo, n. 20, p.1-13, jan. 1999. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-92511999000100002&script=sci_arttext>. Acesso em: 30 out. 2013.

CASTRO, F. H. F.; CONCEIÇÃO, P. M.; SANTOS, D. A A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. **Read: Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 17, n. 3, p.617-635, set. 2011.

COASE, R. Harry. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, p.386-405, nov. 1937.

CORREIA, L F. **Um Índice de Governança para Empresas no Brasil**. 2008. 274 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Centro de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACEUFMG), Belo Horizonte, 2008.

CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**, 2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>. Acesso em 02 out. 2013.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. 2009. 242 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2009.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 4. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2002.

FERNANDES, N. G. G.; FERREIRA, M. A. The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. In: **EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper**. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=965636>>. Acesso em 7 nov. 2013.

FERNANDES, N. G. G.; FERREIRA, M. A. Does international cross-listing improve the information environment. **Journal Of Financial Economics**, v. 88, n. 2, p.216-244, maio 2008.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GREENE, W. **Econometric Analysis**. 5. ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2008.

HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 46, n.6, p. 1251-1271, 1978. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1913827>>. Acesso em 12 dez. 2013.

HOECHLE, Daniel. Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. **Stata Journal**, v. 7, n. 3, p. 281-311, 2007. Disponível em: <<http://fmwww.bc.edu/repec/bocode/x/xtsc paper.pdf>>. Acesso em: 11 dez. 2013.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal Of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305-360, 1976.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p.1113-1155, dez. 1998.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal Of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p.3-27, 2000.

LAMEIRA, V. J. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras**: uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras. 2007. 197 f. Tese (Doutorado em Administração), Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Rio de Janeiro, 2007.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileira**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. D. M.; FAMÁ, R. **Existe relação entre disclosure e governança corporativa no Brasil?** In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), Salvador, 2006.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal Of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p.505-527, set. 2003.

LIU, C.; UCHIDA, K.; YANG, Y. Corporate governance and firm value during the global financial crisis: evidence from China. **International Review Of Financial Analysis**, v. 21, p.70-80, jan. 2012.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciamento das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, p.65-79, set. 2006. Edição Comemorativa.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR – Brazilian Business Review**. v. 10, n. 4, p. 1-31, out.-dez. 2013.

MOKHTAR, E. S.; MELLETT, H. Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. **Managerial Auditing Journal**. v. 28, n. 9, p. 838-865, 2013.

PEIXOTO, F. M. **Governança Corporativa, Desempenho, Valor e Risco: estudo das mudanças em momentos de crise.** 2012. 216 f. Tese (Doutorado em Administração), Departamento de Centro de Pós- Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R. Estudo comparativo no mercado brasileiro do capital asset pricing model (CAPM), modelo 3-fatores de Fama e French e reward beta approach. **RAC-Eletrônica**, v. 3, n. 1, art. 9, p. 159-179. Curitiba, Jan./Abr. 2009. Disponível em <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em 15 jul.2013.

SHLEIFE, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal Of Finance**, M, v. 52, n. 2, p.737-783, jun. 1997.

SALMASI, S. V. **Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil.** 2007. 130f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2007.

SILVEIRA, A. D. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. 250 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Read: Revista Eletrônica de Administração**, Porto Alegre, v. 14, n. 61, p.512-540, set. 2008. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/read/article/view/39338>>. Acesso em: 8 nov. 2013.

SKAIFE, H. A; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and the cost of equity capital. **Working Papers Series**, dez. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=639681>>. Acesso em: 5 nov. 2013.

SKINNER, Douglas J. The investment opportunity set and accounting procedure choice: preliminary evidence. **Journal Of Accounting And Economics**, M, v. 16, n. 4, p.407-445, out. 1993.

SMITH, A. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas.** Coleção

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data.** London: MIT Press, 2002.

WONG, S. Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated Version). In: **Private Sector Opinion, Global Corporate Governance Forum.** 2009. p. 10-32. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1409370>>. Acesso em 05 nov. 2013