

## **Opção pelo Novo Mercado: Qual sua Relação com Risco e Retorno?**

**KLÉBER FORMIGA MIRANDA**

*Universidade Federal da Paraíba (UFPB)*

*Universidade Federal Rural do Semi-Árido (UFERSA)*

**JEFFERSON RICARDO DO AMARAL MELO**

*Universidade Federal da Paraíba (UFPB)*

*Universidade Federal do Piauí (UFPI)*

**ORLEANS SILVA MARTINS**

*Universidade Federal da Paraíba (UFPB)*

### **Resumo**

Este estudo analisou as chances de as empresas de capital aberto optarem pelo segmento de governança corporativa Novo Mercado (NM), considerando seu risco e retorno. Aspectos da Teoria da Legitimidade subsidiam a proposta de uma empresa se tornar legítima por meio da comunicação de informações de interesse do mercado. Nesse sentido, foi formulada a hipótese de que empresas mais arriscadas, e não as mais rentáveis, são mais propensas à opção pelo NM. Utilizando os modelos *logit* binário e *logit* multinomial, analisou-se 178 empresas no período de janeiro de 2010 a setembro de 2015. Os resultados sugerem a confirmação do pressuposto da legitimação de empresas arriscadas no mercado por meio da opção pelo Novo Mercado. Os dois indicadores de risco analisados (Beta e VaR) das empresas aumentaram a probabilidade de opção pelo Novo Mercado, demonstrando haver relação entre o risco e a submissão das empresas às regras mais rígidas de governança propostas pela BM&FBovespa. Os indicadores de rentabilidade não se apresentaram significantes. A opção pelo NM foi percebida em empresas arriscadas, de grande porte e com menor endividamento. A análise do índice de Sharpe indicou a falta de relação entre as empresas mais arriscadas e a remuneração desse risco, quando optantes pelo NM. O estudo contribui para a discussão quanto à realização de investimentos com base na informação isolada do segmento de governança. O fato de a opção pelo NM ter sua relação mais provável em empresas de grande porte e com menor endividamento, propõe a capacidade operacional e financeira como limitadores para essa estratégia de mercado.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Novo Mercado, Risco, Retorno.

## 1 INTRODUÇÃO

O conflito de agência abordado por Jensen e Meckling (1976) revela os interesses conflitantes entre os fornecedores de capital (principal) e os gestores desse capital (agente). A mitigação desse conflito pode ocorrer pela capacidade das partes em possuir uma previsão viável nos seus contratos de longo prazo (Williamson, 2005). Para tal, as empresas incorrem em custos de transação e buscam formular contratos cada vez mais eficazes quanto à redução de conflitos e custos, porém, para Williamson (2002), todos os contratos complexos são inevitavelmente incompletos, nos quais as partes serão confrontadas com a necessidade de se adaptar às perturbações inesperadas em razão de lacunas, erros e omissões no contrato original. Nesse contexto, a governança corporativa pode ser considerada um mecanismo viável para mitigar tais conflitos de agência.

A governança corporativa (GC) representa, conforme definição seminal do Relatório Cadbury, um sistema pelo qual companhias são dirigidas e controladas (Dragomir, 2008). Um incentivo para institucionalização da GC pelos países é a ampliação de investimentos externos nas empresas, dada a redução do conflito de agência, pois o sistema de GC se encarrega de nortear as decisões empresariais em prol dos investidores e, especialmente, aqueles minoritários (Zattoni & Cuomo, 2008). Portanto, o conhecimento da adoção de práticas de governança pelas empresas pode influenciar os agentes de mercado em suas decisões de investimento. Contudo, uma empresa pode externar o uso dessas práticas por uma questão de legitimidade perante o mercado e, não necessariamente, por uma questão de qualificação de sua gestão (Şahin, 2015).

O conceito de legitimidade se associa à governança quando as empresas adaptam seus resultados, objetivos e métodos operacionais a determinadas definições sociais. Assim, tentam, por meio da comunicação, alterar sua definição com as novas práticas, passando a ser identificadas com símbolos, valores ou instituições voltadas à legitimidade social (Woodward, Edwards, & Birkin, 1996). Para Şahin (2015), essas novas práticas são originadas por influências endógenas ou exógenas (normalmente trabalham juntas) forçando sua adoção pelas empresas em prol do seu desempenho ou para aparecerem dentro dos padrões requeridos pelo mercado.

A adoção de práticas voluntárias de governança corporativa, quando divulgadas ao mercado, diferencia as empresas quanto à assimetria informacional ao sinalizar compromisso com a transparência e uma melhor gestão (Dalmácio, Lopes, Rezende, & Sarlo, 2013). Essa estratégia influencia a percepção do mercado sobre as empresas, especialmente quanto ao seu risco e retorno. Uma empresa pode adotar essas práticas por ser diferente das demais por apresentar resultados positivos superiores às demais empresas ou possuírem maior risco. Na possibilidade de maior risco, a empresa buscaria se legitimar junto ao mercado como menos arriscada ao se submeter a regras de governança passíveis de sanção.

No Brasil, por exemplo, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa) instituiu, a partir do ano 2000, segmentos especiais de listagem baseados nos perfis de cada empresa no intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro. A adesão a quaisquer dos segmentos é discricionária para cada empresa e implica no cumprimento de regras específicas de governança corporativa. De acordo com Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2014), essas regras reduzem o risco das empresas por meio da ampliação

do direito dos acionistas, qualidade das informações prestadas e segurança na resolução de litígios.

Dessa forma, empresas optantes por níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) sinalizam uma capacidade ou característica diferente das demais ao reportar ao mercado sua submissão a regras qualificadoras de sua gestão. Na abordagem de Akerlof (1970), essas empresas, ao reduzirem a assimetria informacional com seus contratantes, passam a qualificar o mercado e a facilitar a alocação de recursos nesse mercado. Entretanto, o fato de empresas alheias às regras e sanções dos NDGC poderem praticar uma gestão alinhada aos princípios de governança, oferecendo os mesmos benefícios aos seus investidores, desperta a atenção quanto aos interesses desse subconjunto de empresas ao se exporem como optantes por NDGC.

Uma explicação para a exposição das empresas aos NDGC é sua legitimação. A comunicação ou sinalização ao mercado é prevista em Woodward *et. al.* (1996) como o meio pelo qual a empresa busca sua legitimação. Assim, a comunicação da adesão aos NDGC perpassa pela Teoria da Sinalização por haver o interesse em tornar essa informação pública, estabelecendo um diferencial frente à concorrência. Todavia, pode-se tratar de uma questão de legitimidade. Nessa pesquisa são avaliados o risco e o retorno das empresas como fatores potenciais de aumentar a associação de uma empresa com os NDGC, em especial o Novo Mercado, tornando-a diferente das demais e legitimando-a.

O interesse na relação entre a GC e a legitimidade foi objeto de pesquisas como Stanfield e Carroll (2004), Coglianesi (2007), Dragomir (2008), Judge, Douglas e Kutun (2008), Liu e Taylor (2008), e Şahin (2015), demonstrando a proximidade entre tais temáticas. Tanto a legitimidade quanto a sinalização das práticas de governança fomentaram a realização de pesquisas empíricas preocupadas com a relação entre a GC e as diversas variáveis: risco (Brezeanu, Essawi, Poanta, & Badea, 2011; Silva, Carmona, & Lagioia, 2011; Lameira, 2012; Ellul, 2015); volatilidade (Monte, Rezende, Teixeira, & Besarria, 2010); Retorno (Milani, Righi, Ceretta, & Dias, 2012; Jonghe, Disli, & Schoors, 2012; Silva, Nardi, & Pimenta, 2012); desempenho empresarial (Catapan & Colauto, 2014; Fernandes, Dias, & Cunha, 2010), dentre outras.

Esses estudos fundamentam-se na relação entre a governança corporativa e o risco e o retorno, sob diferentes formas de mensuração, normalmente denotando menor risco e maior retorno (quando significativos), sendo possível supor que empresas optantes por NDGC são menos arriscadas e mais rentáveis (maior retorno). Assim, **o objetivo dessa pesquisa é analisar a relação da opção pelo novo mercado com o risco e o retorno.** Para tal, foram analisadas as empresas de capital aberto, optantes pelo Novo Mercado, comparando seus resultados com os das demais empresas listadas na BM&FBovespa.

Nesse contexto, Martins e Paulo (2014), companhias voluntariamente comprometidas com práticas adicionais de governança àquelas exigidas pela legislação societária brasileira ampliam os direitos dos investidores e seu nível informacional. Dessa forma, propõem menor risco e melhores retornos. A principal contribuição dessa pesquisa se direciona à discussão da opção pelos NDGC, com base no risco e no retorno das empresas. Enquanto a base teórica justifica investimentos em empresas optantes por NDGC, considerando um menor risco e um maior retorno, discutiu-se a legitimação das empresas no mercado de ações por meio dessa opção. Ao constatar empresas mais arriscadas optando por NDGC é possível sugerir cautela aos investimentos baseados apenas em níveis de governança.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Legitimação por meio da adoção de níveis diferenciados de governança corporativa

A necessidade de uma empresa se estabelecer como legítima perante a sociedade, especialmente o mercado, provoca a necessidade dela comunicar o uso de novas práticas de gestão (Woodward *et al.*, 1996). Em ambiente de incerteza, alocar recursos eficazmente significa buscar informações confiáveis, capazes de estabelecer a credibilidade entre partes contratantes. Para Westphal e Zajac (1998), a aceitação da eficiência e racionalidade do mercado propõe investidores interessados em indicações socialmente legítimas para redução de problemas de agência. Nessa linha, a adoção de práticas de gestão aceitas pelo mercado pode ser uma estratégia de legitimação das empresas para serem vistas como participantes de um grupo benéfico ao meio.

Dessa forma, espera-se a credibilidade das práticas de gestão, por ser inerente ao processo de decisão sobre investimentos, especialmente no mercado de capitais, onde o investidor nem sempre mantém contato direto com a empresa na qual investe. Cabe à empresa adotar mecanismos redutores da assimetria informacional entre seus investidores, sob pena de ser considerada arriscada ou de perder valor. Esse processo pode ocorrer sem interferência do meio externo, pois a gestão da empresa pode decidir pela adoção de práticas benéficas aos seus investidores sem a necessidade de ser induzida ou convidada a fazê-lo.

No início dos anos 90, o Comitê de Aspectos Financeiros de Governança Corporativa (Comitê Cadbury) revisou questões de divulgações de informações financeiras e *accountability*, dentre os aspectos da governança corporativa. O relatório final (Código Cadbury) introduziu a famosa definição de governança, qual seja, o sistema pelo qual companhias são dirigidas e controladas (Dragomir, 2008). Nos períodos posteriores, outros códigos foram editados e, desde 2003, os códigos combinados são adotados pela bolsa de Londres (*London Stock Exchange*). A importância desses códigos é refletida na credibilidade da gestão daqueles que os adota, pois busca mitigar, essencialmente, os conflitos de agência.

Portanto, o alinhamento das empresas com princípios de governança corporativa motivou a BM&FBovespa a segmentar as empresas, originando os denominados segmentos diferenciados de governança corporativa (NDGC), com base em perfis pré-determinados. Os NDGC criaram um novo ambiente de gestão profissional destinado a despertar no investidor a percepção de geração de valor por meio de investimentos em empresas comprometidas com a transparência e governança (CVM, 2014).

Os NDGC se dividem em 3 níveis, quais sejam, o 'Nível 1', o 'Nível 2' e o 'Novo Mercado', respectivamente, de acordo com seus níveis de exigência. A depender do nível adotado pela empresa ocorrem exigências tais como a ampliação dos direitos dos acionistas (características das ações emitidas, número de ações ordinárias, percentual mínimo de ações emitidas, câmara de arbitragem do mercado, concessão de *tag along*, obrigação e composição do conselho de administração, vedação de acumulação de cargos, dentre outros) e melhoria da qualidade da informação (tradução para inglês, reunião pública anual e divulgação de informações adicionais) (CVM, 2014).

O *framework* normativo dos NDGC estabelece regras adicionais às previstas pela legislação societária brasileira, tornando discricionária a decisão de optar por NDGC. A opção por um desses segmentos estabelece a estratégia das empresas de se diferenciar das demais no intuito de uma sinalização positiva ao mercado. Para Dalmácio *et al.* (2013), existe a

possibilidade desse sinal positivo ser percebido e identificado na reação de analistas e/ou investidores sobre a empresa. Assim, a adoção de NDGC é considerada nessa pesquisa como um sinal positivo ao mercado consonante com Dalmácio *et al.* (2013) no intuito de se estabelecer como legítima.

Ao se submeter voluntariamente às regras diferenciadas fundadas em princípios de governança corporativa, algumas empresas sinalizam ao mercado sua intenção de manter uma relação crível com seus investidores, credores e outras partes interessadas. Essa comunicação é abordada em Woodward *et al.* (1996) como uma forma de a empresa se legitimar no seu meio de atuação. Şahin (2015) expõe a fragilidade de um sistema de governança quando há deficiências no sistema legal de um país. No caso brasileiro, essas deficiências são verificadas e reportadas nos resultados de La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) ao examinarem a proteção de legal de acionistas e credores de 49 países.

Assim, no Brasil, empresas optantes pelos NDGC assumem compromisso de adotar práticas consideradas salutaras aos investimentos dos acionistas, em especial aqueles com participação minoritária. Entretanto, se discute nessa pesquisa a intenção da empresa ao se inserir nesse ambiente envolto de sanções considerando a possibilidade de adotar essas práticas sem a necessidade do monitoramento de órgãos externos (no caso a BM&FBovespa). Fundamentou-se, portanto, na Teoria da Legitimidade, sob a perspectiva de empresas arriscadas e não rentáveis poderem optar pelos NDGC como forma de sinalizar ao mercado uma gestão eficaz voltada à redução de riscos e ao aumento de retornos, tornando-se legítima para investimentos.

## **2.2 Risco e retorno no ambiente de governança corporativa**

O risco de tomar decisões de investimento consiste em possuir informações incompletas sobre o investimento. No caso de investimento no mercado de capitais, o risco consiste na incerteza a respeito da empresa na qual aportar recursos. Alguns mecanismos ou indicações são utilizados pelos investidores para reduzir a incerteza, dentre eles, investir em empresas compromissadas com a transparência e a governança. Westphal e Zajac (1998) associam a redução de risco por meio da governança com contratos de compensação nos quais há previsões de reduções de ganhos quando empresas adotam práticas de governança.

A intensidade do risco do investimento, escolhida pelo investidor, pode ser mensurada, dentre outras métricas, pelo Beta e pelo VaR. O Beta, a covariância dos retornos do ativo com o mercado em relação à variação do mercado, é suficiente para explicar as diferenças entre os retornos de ativos ou carteiras, sendo positiva a relação entre beta e retornos esperados (Fama & French, 2004). Já o VaR, predominantemente utilizado por instituições financeiras, corresponde à perda máxima de um ativo ou carteira em determinado nível de significância (nessa pesquisa, 1%), podendo ser utilizado por empresas não financeiras, conforme IFRS7 – correlato ao CPC40. (Alves & Graça, 2013).

Nos ambientes onde se verificam traços de governança há a propensão em se identificar relações com o risco e retorno das empresas, especificamente se fundamentam na relação negativa entre a governança e o risco e positiva entre a governança e o retorno. Os achados de Lameira (2012) convergem para essa proposição quando associam melhores níveis de governança com menores riscos, além de indicarem os NDGC para maximização do valor do acionista, aumento da competitividade e redução do custo de capital. Considerando o setor bancário, Jonghe *et al.* (2012) demonstram haver uma relação entre aspectos de governança e

a eficiência da relação risco/retorno, inclusive em momentos de crise e, especialmente, quando possuem um sistema de regulação mais rígido.

Para Monte *et al.* (2010), empresas do NM apresentam menor volatilidade quando comparadas a empresas de outros segmentos de governança corporativa. Os resultados se associam à ideia de haver menor volatilidade em empresas com exigências de governança mais rígidas. Assim, pode-se propor haver empresas menos arriscadas dentre aquelas componentes de NDGC.

Estando as empresas sujeitas a dois tipos de risco, ‘sistemático’ e ‘não sistemático’, buscam meios para reduzi-los e passam credibilidade sobre sua continuidade ao mercado. O risco ‘sistemático’, conforme Markowitz (1952), sendo inerente a todos os ativos, pode ser reduzido por meio de diversificação dos ativos. Ao optar pela diversificação ótima, o investidor busca ativos de menores riscos ‘não sistemáticos’, pois são aqueles inerentes a cada ativo. Silva *et al.* (2011) encontraram melhor desempenho em carteiras formadas por empresas de índices de governança corporativa.

Quanto ao desempenho contábil, Fernandes *et al.* (2010), demonstram o reflexo positivo dessas empresas, todavia, nem sempre são associados aos desempenhos contábeis (ROE e ROA). Esses resultados são divergentes aos de Catapan e Colauto (2014), quando demonstram relação positiva entre governança corporativa e o valor de mercado das empresas, sendo este um desempenho econômico. A divergência de resultados se explica, possivelmente, pela ampliação das práticas de governança e seus diferentes reflexos sobre os números contábeis e aqueles provenientes do desempenho da empresa no mercado.

Considerando a divergência entre os resultados das pesquisas e a incipiência da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, a formulação de hipóteses considerará o ambiente teórico da governança, qual seja aquele no qual as empresas optantes por NDGC apresentam menor risco e maior retorno aos investidores (mercado).

### **2.3 Hipótese da pesquisa**

A pesquisa se concentra na proposição de haver relação entre o risco e o retorno das empresas com a opção pelo NM. Por ser uma abordagem divergente das identificadas na literatura, buscou fundamentar sua hipótese nas proposições da Teoria da Legitimidade, em consonância com os preceitos da governança corporativa, e nos achados de pesquisas preocupadas com a relação entre o risco e/ou retorno e a governança corporativa.

Estudos brasileiros têm se concentrado na relação entre risco e governança corporativa, com foco em análise de carteiras (Monte *et al.*, 2010; Silva *et al.*, 2011), no risco e retorno dos índices de governança corporativa (Milani *et al.*, 2012) e no risco e retorno e níveis diferenciados de governança (Silva *et al.*, 2011). As principais conclusões desses estudos confirmam a relação inversa entre risco e governança, apesar de apresentarem resultados divergentes entre o retorno e a governança corporativa.

Ao se relacionar risco com carteiras composta por empresas nos NDGC, Monte *et al.* (2010) mostraram que carteiras de variância mínima apresentaram menor risco e menor volatilidade em relação à carteira do mercado, pois se partiu do pressuposto de que as boas práticas de governança corporativa, que objetivam proporcionar uma maior transparência à divulgação de seus resultados econômicos e financeiros, auxiliaram na redução dos riscos de uma decisão (Monte *et al.*, 2010). Nesta mesma linha de estudo, Silva *et al.* (2011) analisaram a relação entre o risco de uma carteira, considerada suficientemente diversificada no mercado

de ações brasileiro e composta por empresas classificadas no IGC, com a carteira de mercado. Assim, utilizando a Teoria de Portfólios de Markowitz, os autores identificaram que carteiras compostas pelos ativos do IGC são menos arriscadas que a carteira que representa o mercado, Ibovespa, em níveis de retorno idênticos (Silva *et al.*, 2011).

Sob a égide dos índices, Milani *et al.* (2012) verificaram se os investimentos em empresas com melhores práticas de Responsabilidade Social Empresarial, Governança Corporativa e Sustentabilidade apresentaram diferenças quanto à performance em relação a investimentos nas empresas que representam o mercado. Para isso analisaram as séries de retornos diários dos índices Ibovespa, IGC, IGCT, ISE e ITAG por meio do modelo GARCH e de testes não paramétricos de diferença de média. As principais conclusões foram que o IGC apresentou a menor volatilidade entre todos os índices, bem como a maior média de retorno por unidade de risco, este verificado pelo Índice de Sharpe, o que permite afirmar que esse foi o índice com melhor performance no período, superando o Ibovespa e os demais índices de melhores práticas (Milani *et al.*, 2012).

Pesquisas brasileiras que focaram nos níveis diferenciados de governança corporativa também encontraram resultados semelhantes àqueles estudos realizados sob a ótica das carteiras e dos índices. Silva *et al.* (2011) ao avaliarem o impacto do risco e retorno das ações quando empresas migraram para níveis diferenciados de governança, pelo teste de Wilcoxon, encontraram que os retornos não indicaram mudanças estatisticamente significantes antes e após a adesão. Já o risco apresentou diferenças significantes quando da adoção de níveis diferenciados. Lameira (2012) também verificou resultados semelhantes para risco, quando criou um índice composto de 20 perguntas de respostas binárias, entre 2002 e 2006, e notou que melhores níveis de governança estão associados a menores riscos ao longo do tempo.

Os estudos nacionais não diferem dos internacionais quanto à relação entre a governança e o risco/retorno. Jonghe *et al.* (2012) estabelecem algumas condicionalidades para a eficiência do risco/retorno com base na governança, quais sejam, a complexidade do produto financeiro operado pelos bancos, a regulação, a economia e o ambiente fiscalizatório. Assim, conforme dados de La Porta *et al.* (1998), o Brasil apresenta índices de credibilidade inferiores a diversos países quanto à proteção de investidores e credores, podendo esse fato interferir na relação proposta na pesquisa.

Outras pesquisas internacionais, como Core, Guay e Rusticus (2006), investigaram se existe uma relação causal entre fraca governança e baixos retornos. Os principais resultados não sustentaram haver evidências desta relação. Já Bauer, Guenster e Otten (2004) encontraram que governança corporativa está mais relacionada ao valor da empresa do que o retorno em excesso, em um estudo realizado com países que estão na zona do euro. Em contraponto, Fuenzalida, Mongrut, Arteaga, & Erasquin (2013), em uma amostra de empresas da bolsa de valores peruana, encontraram que o anúncio da inclusão de uma empresa no *Good Corporate Governance Index* (GCGI) rende um retorno anormal positivo num intervalo de 0,95% a 1,11% no dia do anúncio.

Considerando a proposição da Teoria da Legitimidade, alinhada aos preceitos da governança corporativa, supõe-se haver a opção pelos NDGC, em especial o Novo Mercado, para legitimar a empresa no mercado. Para Şahin (2015) as práticas de governança são, em geral, ligadas à legitimidade de empresas com foco no seu favorecimento à obtenção de recursos externos. Essa legitimação decorre do fato de as empresas mais arriscadas poderem optar por esses níveis diferenciados e indicarem ao mercado uma postura capaz de reduzir seu

risco. Portanto, fundamentadas nos argumentos apresentados acima, as hipóteses de pesquisa deste estudo supõem que:

**H<sub>1</sub>:** a listagem no segmento de governança corporativa Novo Mercado possui relação negativa e significativa com o risco das empresas.

**H<sub>2</sub>:** não é possível estabelecer uma relação significativa entre a listagem no segmento de governança corporativa Novo Mercado e o retorno das empresas.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Seleção da amostra

A população da pesquisa foi composta por 178 empresas não financeiras (3.121 observações) listadas na BM&FBovespa, com dados disponíveis de janeiro/2010 a setembro/2015. Optou-se por analisar um painel desbalanceado, sendo excluídas as companhias cujos variáveis apresentaram valores zero ou inválidos. A Tabela 1 resume a distribuição da amostra.

**Tabela 1** – Número de observações e empresas da amostra. Jan./2010-Set./2015.

Segmento na Bolsa	Número de Observações	Número de Empresas
Tradicional	1.157	66
Nível 1	435	21
Nível 2	128	7
Novo Mercado	1.401	84
<b>Total</b>	<b>3.121</b>	<b>178</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 1 apresenta uma amostra de 178 empresas, contudo, em algumas análises esse valor representou 186, pois 8 empresas mudaram de segmento entre janeiro de 2010 e setembro de 2015, figurando em dois grupos no período. Ressalta-se a ausência das empresas do setor financeiro (bancos, seguradoras e fundos) em virtude da análise do endividamento nessa pesquisa, considerando o tratamento diferenciado de alavancagem desse setor.

#### 3.2 Descrição das variáveis e relação esperada

As variáveis do modelo representam o risco das empresas dos NDGC e do segmento Tradicional (Beta e *Value at Risk* [VaR]), o retorno (Retorno das Ações e Retorno sobre o Patrimônio Líquido [ROE]), além das variáveis de controle (Tamanho, Endividamento e Índice Sharpe). Desta forma, no Quadro 1 estão relacionadas as variáveis, definições, principais referências e relação esperada.

**Quadro 1** – Descrição das variáveis analisadas.

Variáveis	Conceito e Principais Referências	Relação Esperada
<b>Variável dependente</b>		
Níveis Diferenciados de Governança Corporativa	Variável binária, assumindo valor 1 (um) para empresas optantes pelo Novo Mercado e 0 (zero) para as demais.	
<b>Variáveis independentes representativas do risco</b>		
Beta	Mede a sensibilidade de um ativo em relação ao comportamento de	-



	uma carteira que represente o mercado (Monte <i>et al.</i> , 2010; Milani <i>et al.</i> , 2012; Lameira, 2012).	
Value at Risk	Perda máxima de um ativo ou carteira ao nível de significância de 1%	-
<b>Variáveis independentes representativas do retorno</b>		
Retorno da ação	Representa o retorno das ações (Silva <i>et al.</i> , 2011; Milani <i>et al.</i> , 2012).	+
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Retorno do Patrimônio Líquido.	+
<b>Variáveis de Controle</b>		
Tamanho	Representada pelo logaritmo do valor de mercado.	+
Endividamento	Representa a relação entre passivo total e patrimônio líquido.	-
Índice de Sharpe	Indicador que permite avaliar a relação entre o retorno e o risco de um investimento (Milani <i>et al.</i> , 2012).	-

Fonte: Elaborado pelos autores.

### 3.3 Modelo Econométrico

Quando a variável dependente é uma variável qualitativa binária, um dos modelos que pode ser utilizado é o modelo de regressão logística. Segundo Pindyck e Rubinfeld (2004) uma vantagem importante do modelo *logit* é que ele transforma o problema de prever a chance de um evento ocorrer. Desta forma, nesta pesquisa se busca conhecer as chances de uma empresa optar pelo segmento NM, considerando sua relação com o risco e o retorno. Para Stock e Watson (2004), o modelo de regressão *logit* é semelhante ao modelo de regressão *probit*, exceto pela substituição da função de distribuição acumulada normal padrão como especificado abaixo:



$$P = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3)}} \quad (1)$$

Ainda, de acordo com Stock e Watson (2004), os coeficientes do modelo *logit* podem ser estimados por máxima verossimilhança. Sendo que este estimador é consistente e normalmente distribuído em amostras grandes, de modo que as estatísticas *t* e os intervalos de confiança para os coeficientes podem ser construídos de forma usual. Desta forma, o modelo econométrico segue o formato apresentado na equação 2.

$$NM = \alpha_0 + \beta_1 \sum(\text{variáveis de risco}) + \beta_2 \sum(\text{variáveis de retorno}) + \beta_3 \sum(\text{variáveis de controle}) + \varepsilon \quad (2)$$

Em que,

*NM* é uma variável *dummy* que assume valor 1 (um) caso a empresa esteja no Novo Mercado ou 0 (zero), caso contrário;

$\beta_1$  representa a soma das variáveis de controle (Endividamento e Tamanho, este último representado pelo logaritmo do valor de mercado);

$\beta_2$  representa a soma das variáveis de risco (Beta, VaR, Volatilidade das ações e Índice Sharpe);

$\beta_3$  representa a soma das variáveis de retorno (Retorno das ações e ROE).

Para analisar as chances de uma empresa estar no NM, em relação a todos os demais níveis, utilizou-se o modelo *logit* multinomial, cuja variável dependente é formada por

categorias. Nesta pesquisa, adotou-se valor 0 (para empresas que estão no mercado tradicional), 1 (para o Nível 1), 2 (para o Nível 2) e 3 (para Novo Mercado).

Em ambos os modelos, o NM foi escolhido como variável de referência nas estimações, pois segundo Monte *et al.* (2010) este nível apresenta risco diferenciado em relação aos demais níveis de governança corporativa, o que é corroborado por Dalmácio *et al.* (2013) e Martins e Paulo (2014) quando classificam o Novo Mercado como referência representativa da governança corporativa.

#### 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 2 demonstra as estatísticas descritivas das variáveis. No geral, pode-se observar que, em média, as empresas que adotam as práticas diferenciadas de governança da BM&FBovespa apresentam um Beta maior em relação às empresas do mercado tradicional. Já em relação à mensuração do risco pelo VaR, o mercado tradicional é mais arriscado, em média. No que se refere ao porte da empresa, as que adotam GC são as de maior valor de mercado, o que pode se justificar pela necessidade de possuírem maior capacidade operacional e financeira. No endividamento, empresas do mercado tradicional são, em média, mais endividadas.

**Tabela 2** – Estatística descritiva das variáveis analisadas. Jan./2010-Set./2015.

Variáveis	Novo Mercado		Nível 1		Nível 2		Tradicional	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
Beta	0,863	0,465	0,918	0,391	0,850	0,385	0,674	0,460
Value at Risk	-0,241	0,127	-0,253	0,120	-0,305	0,151	-0,314	0,197
Retorno da ação	-0,039	0,323	-0,076	0,324	-0,085	0,390	-0,064	0,418
ROE	-0,103	4,256	0,016	0,187	-0,019	0,387	-0,026	2,570
Sharpe	0,174	0,531	0,021	0,437	0,147	0,499	0,212	0,654
Tamanho	14,591	1,480	15,562	1,839	14,528	1,167	13,129	2,538
Endividamento	0,594	0,464	0,521	0,227	0,647	0,197	1,879	10,162

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

A Tabela 3 demonstra a correlação entre as variáveis do modelo. Os resultados reforçam a hipótese de que não há problemas de multicolinearidade entre as variáveis, pois a maior das correlações é menor que 0,7, o que indica que os modelos não apresentam vieses nos parâmetros estimados (Gujarati & Porter, 2011). Desta forma, nenhuma variável foi descartada do modelo.

**Tabela 3** – Matriz de correlação das variáveis analisadas. Jan./2010-Set./2015.

Variáveis	Beta	Value at Risk	Retorno da ação	ROE	Sharpe	Tamanho	Endividamento
Beta	1,000						
Value at Risk	-0,183*	1,000					
Retorno da ação	-0,090*	0,231*	1,000				
ROE	-0,019	0,059*	-0,015	1,000			
Sharpe	-0,069*	0,177*	0,259*	0,028	1,000		
Tamanho	0,006	0,412*	0,213*	0,022	0,258*	1,000	
Endividamento	-0,013	-0,146*	-0,003	-0,003	0,022	-0,188*	1,000

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, e \* sig. >= 5%.

No modelo de dados em painel é possível avaliar a heterogeneidade entre cada *cross-section* e o seu efeito através do tempo. A heterogeneidade entre as variáveis implica na capacidade de identificar as diferenças entre os indivíduos analisados (Fávero, Belfiore, Takamatsu, & Suzart, 2014). No entanto, a análise dos dados constatou alguns coeficientes estatisticamente iguais entre os níveis de GC, inviabilizando a análise de dados em painel por efeitos fixos ou aleatórios. Dessa forma, utilizou-se o modelo de dados empilhados (*pooled*), pois segundo Gujarati e Porter (2011), neste tipo de estimação o efeito da heterogeneidade é desconsiderado, alinhando-se à característica dos dados da amostra.

A Tabela 4 mostra a igualdade entre alguns coeficientes em relação às várias opções da empresa. Desta forma, os coeficientes estimados do Beta para os níveis 1 e 2 em relação ao Novo Mercado são estatisticamente iguais, e das variáveis Retorno e ROE para os níveis 1, 2 e mercado Tradicional, os coeficientes se apresentaram estatisticamente iguais em relação ao Novo Mercado. Já para as variáveis Sharpe, Tamanho e Endividamento os coeficientes estimados para o nível 2 são iguais ao Novo Mercado. Desta forma, nesta pesquisa se adotou o *pooled* para estimar as relações, já que seria difícil mostrar a diferença entre estas variáveis em relação as várias opções da empresa.

**Tabela 4** – Relação de igualdade entre as variáveis analisadas. Jan./2010-Set./2015.

Nível	Variável	N1	N2	Trad
Novo Mercado	Beta	0,243*	0,083*	0,000
	Value at Risk	0,001	0,000	0,000
	Retorno da ação	0,257*	0,670*	0,134*
	ROE	0,890*	0,607*	0,270*
	Sharpe	0,000	0,902*	0,000
	Tamanho	0,000	0,094*	0,000
	Endividamento	0,000	0,152*	0,000

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, e \* sig. >= 5%.

Pelos resultados do modelo *logit*, na Tabela 5, pode-se verificar, de forma geral, uma maior chance de uma empresa estar no NM quando possuir maior Risco, maior Tamanho e menor Endividamento. No que se refere ao risco, a variável Beta apresentou coeficiente positivo e significativo, evidenciando que quanto mais arriscada for a empresa em relação ao mercado, maior é a chance dela optar pelo NM. Os resultados são convergentes com Monte *et al.* (2010), para os quais a volatilidade das ações de empresas com melhores práticas de GC é menos reativa ao mercado comparada à volatilidade dos retornos das empresas com piores práticas de governança corporativa. Da mesma forma, para Rogers e Securato (2009), a volatilidade das empresas com boas práticas de governança depende mais do seu histórico, evidenciando menor sensibilidade das empresas com melhores práticas de GC ao risco de mercado.

Desta forma, os dados revelam maior reação ao mercado por empresas de níveis de GC menos rígidos. Então, as empresas buscam a listagem no segmento do NM como forma de se legitimar no mercado, sinalizando mais segurança e redução de custos no financiamento com capital externo. Os achados de Lameira (2012) são consistentes com essa afirmativa por indicar a associação entre NDGC e menores riscos (beta).

Outra variável de risco analisada foi o VaR, representando a mensuração do risco da pior perda possível considerando a volatilidade dos retornos na série histórica das ações. O VaR se mostrou estatisticamente positivo e significativo a 1%, sugerindo maior chance da

empresa estar no NM quando o VaR for maior. Por conseguinte, considerando as variáveis de risco, há maior probabilidade de se identificar empresas listadas no NM quando se tem um maior VaR (53% de chance) ou um maior Beta (17% de chance). Desse modo, há chances de empresas arriscadas buscarem legitimação por meio de listagem no NM, porém os resultados quanto ao risco consideram todas as demais variáveis constantes, possibilitando haver empresas com boa rentabilidade entre as mais arriscadas.

Logo após a análise do risco, foram analisadas as variáveis de retorno, contudo nem o Retorno das ações nem o ROE se mostraram estatisticamente significantes para explicar a relação entre a opção pelo NM e o retorno das empresas. A falta de percepção da adoção de práticas de GC pelo mercado são relatadas em Core *et al.* (2006), Silva *et al.* (2012) e Mendonça, Klotzle, Pinto e Montezano (2012). Os resultados dessas pesquisas sugerem que o mercado não percebe a adesão das empresas aos níveis de governança como um evento justificável para um retorno maior. Em contraponto, Fuenzalida *et al.* (2013) encontraram relação entre retornos positivos e boas práticas de GC em empresas da bolsa de valores peruana. Em vista disso, os resultados reforçam a não relação entre o retorno da empresa e a probabilidade de optar por níveis diferenciados de governança.

Em decorrência dos resultados até agora encontrados, analisou-se o porte, o endividamento e o índice de Sharpe por serem características relevantes na opção pela GC (variáveis de controle). Mendonça *et al.* (2012) reforça a ideia de que o retorno é uma variável que depende mais do valor de mercado das ações e da liquidez, explicando seus resultados como reflexo de uma particularidade do mercado brasileiro, por ser menor e mais recente face ao mercado americano. Nesse sentido, o Tamanho, avaliado com base no valor de mercado das empresas, apresentou relação positiva com a opção pelo NM, assim como um menor endividamento. O índice de Sharpe não apresentou significância estatística, impedindo a discussão acerca da relação risco/retorno das empresas e a sua opção pelo NM, contrariando os resultados de Jonghe *et al.* (2012).

A análise do efeito marginal demonstra uma probabilidade de 12% em se optar pelo NM quanto menor o Endividamento e de 1% de probabilidade quando o valor de mercado da empresa for maior. Os resultados são consonantes com Bauer, Guenster e Otten (2004), cujos resultados indicam relação entre GC e o valor da empresa. Em se tratando de retornos contábeis, Fernandes *et al.* (2010) sugerem não haver constância na relação entre esses indicadores e a GC. Por sua vez, Catapan e Colauto (2014) identificam relação positiva entre desempenhos contábeis e GC. Já o Endividamento, pode ter efeito sobre o risco das empresas, pois conforme Lameira (2012), o nível de Endividamento afeta o risco da empresa, por meio dos Betas e de seu custo de capital.

**Tabela 5** – Relação entre a opção pelo Novo Mercado e variáveis de risco e retorno. Jan./2010-Set./2015.

Variáveis	Coef.	Efeito Marginal
Beta	0,748***	0,178
Value at Risk	2,254***	0,536
ROE	-0,021	-0,005
Retorno da ação	-0,024	-0,005
Sharpe	-0,066	-0,015
Tamanho	0,057**	0,013
Endividamento	-0,542***	-0,129
Constante	-0,658	-
Observações	3.121	LR chi2 260,360

Prob > chi2	0,000	Pseudo R2	0,060
-------------	-------	-----------	-------

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, \*\*\*/\*\*/\* sig.>= 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Em seguida, por meio da regressão logística multinomial, optou-se por detalhar a análise quanto a probabilidade do risco e retorno contribuir para a opção de uma empresa de capital aberto pelo NM desmembrando todos os não optantes em nível 1, nível 2 e mercado tradicional, relacionando cada grupo com as empresas optantes por esse nível diferenciado de governança. Os resultados se apresentaram similares aos obtidos por meio do modelo *logit*. Assim, o desmembramento das empresas não optantes pelo NM em três categorias não modificou os achados da pesquisa. Entretanto, outras relações significantes foram observadas e ampliaram a discussão proposta na pesquisa.

De acordo com os dados apresentados na Tabela 6, as razões de chances, dadas pelas *Relative Risk Ratios* (RRR), revelam maior chance de uma empresa optar pelo NM quando sujeita a risco maior. O aumento de uma unidade no risco mensurado pelo Beta, preservadas as demais condições, reduzirá em 72% a chance de uma empresa permanecer na listagem tradicional ou em 31% no Nível 2 da BM&FBovespa, em relação ao NM. Quando mensurado o risco pelo VaR, os resultados são similares, com maior chance de opção pelo NM em relação à listagem tradicional (89%), nível 1 (79%) e 2 (96%). Desta forma, quanto maior o risco (beta e VaR) da empresa, maior a chance de uma empresa optar pelo NM.

Os resultados são convergentes com Monte *et al.* (2010), pois concluem que carteiras formadas por ativos de empresas do NM é menos arriscada, comparativamente às formadas por ativos das empresas dos níveis 1 e 2. Desta forma empresas que possuem alto risco nos níveis de governança menos rígidos tentarão sinalizar mais transparência, com melhores práticas de governança na divulgação de informação, refletindo na credibilidade da gestão. Adicionalmente, Silva *et al.* (2011) corroboram com a relação inversa entre risco e boas práticas de governança corporativa na qual uma maior governança reduz o risco, pois, possibilita aos investidores obter informações de mais qualidade sobre a empresa.

**Tabela 6** – Relação entre a opção pelo Novo Mercado e variáveis de risco e retorno, por segmento. Jan./2010-Set./2015.

Variáveis	Coeficiente	Efeito Marginal
<b>Painel A: Tradicional</b>		
Beta	-1,272***	-0,280
<i>Value at Risk</i>	-2,180***	-0,113
ROE	0,021	1,022
Retorno da ação	0,201	1,223
Sharpe	0,605***	1,831
Tamanho	-0,315***	-0,723
Endividamento	0,624***	1,867
Constante	4,054	-
<b>Painel B: Nível 1</b>		
Beta	0,153	1,165
<i>Value at Risk</i>	-1,584***	-0,205
ROE	0,019	1,019
Retorno da ação	-0,213	-0,807
Sharpe	-1,150***	-0,316
Tamanho	0,431***	1,540

Endividamento	-1,778***		-0,168
Constante	-7,124		-
<b>Painel C: Nível 2</b>			
Beta	-0,360*		-0,697
Value at Risk	-3,135***		-0,043
ROE	0,019		1,019
Retorno da ação	-0,112		-0,894
Sharpe	0,024		1,024
Tamanho	0,095*		1,100
Endividamento	0,382		1,465
Constante	-4,564		-
Observações	3.121	LR chi2	1.050,310
Prob > chi2	0,000	Pseudo R2	0,148

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, \*\*\*/\*\*/\* sig.>= 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Quanto às variáveis de controle, observou-se o aumento da chance em 83% de uma empresa não migrar para o NM quando o retorno for maior por unidade de risco, se estiver no segmento Tradicional. Já se estiver no Nível 1, esta chance de permanecer neste nível diminui em 68%. Assim, quanto maior a relação risco/retorno, mensurado pelo índice de Sharpe, maior a chance de não optar pelo NM. Esse resultado pode explicar a falta de relação entre as variáveis de retorno e a opção pelo NM, porém vão de encontro aos achados de Milani *et al.* (2012), para os quais melhores práticas apresentaram retorno por unidade de risco significativamente superior. A eficiência do risco/retorno com base na governança, entretanto, é estabelecida em Jonghe *et al.* (2012) como dependente da complexidade do produto, regulação, economia e o ambiente fiscalizatório.

A análise do Tamanho e do Endividamento revelou resultados similares aos encontrados anteriormente. Portanto, há 73% de chance de uma empresa mudar da listagem Tradicional para o NM quando o Tamanho aumenta e de 86% quando há um menor Endividamento. A análise dos Níveis 1 e 2, em relação ao NM, demonstram uma possibilidade de permanência nesses níveis de 54% e 10%, respectivamente, quando o Tamanho aumenta. Já o Endividamento foi captado apenas no Nível 1, no qual a chance de migrar para o NM aumenta em 83% quando o Endividamento for menor.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise da relação entre a opção pelo Novo Mercado, considerando o risco e retorno das empresas listadas na BM&FBovespa, possibilitou verificar uma relação positiva e significativa da governança com o risco das empresas, mensurados pelo Beta e pela VaR. Com isso, é possível verificar que a primeira hipótese de pesquisa deste estudo não se confirma, uma vez que se esperava uma relação negativa. Uma possível explicação para este resultado inesperado no mercado brasileiro pode se dar pelo fato de as empresas mais arriscadas estarem buscando a listagem nesse segmento justamente para tentarem repassar maior segurança para o mercado e, assim, reduzirem seu risco. Dessa forma, considerando aspectos da Teoria da Legitimidade, é possível perceber que, sob a justificativa de se legitimarem junto ao mercado, empresas com histórico arriscado comunicam a adoção de práticas completas de governança, sujeitando-se a sanções em caso de descumprimento.

Esse contexto se respalda no fato de as empresas com maior Beta, assim como com maior VaR, terem maior probabilidade de optar pelo Novo Mercado. Sendo essas duas variáveis calculadas com base em dados históricos das empresas, é possível perceber a demonstração ao mercado da intenção em mudar de perfil, pois os níveis diferenciados foram criados sob a justificativa de qualificar a gestão e reduzir o risco das empresas. Dessa forma, ao ter o histórico marcado por risco, as empresas se sujeitam às regras diferenciadas e mais rígidas, em termos de governança, passando a fazerem parte de um grupo formado por empresas imbuídas em transparência e maior proteção aos seus investidores.

No que se refere à segunda hipótese de pesquisa, pode-se verificar que não foi possível identificar relação de significância entre a governança e o retorno das empresas. Com isso, é possível verificar a confirmação dessa hipótese, pois nem o retorno contábil (ROE) nem o retorno das ações apresentou significância estatística para inferência quanto à probabilidade de opção pelo Novo Mercado. Ainda assim, discutindo-se a legitimação das empresas, a falta de relação estatística entre essas variáveis também pode ser inferida como legitimidade, pois empresas mais rentáveis e com retornos anormais não teriam motivos para se submeterem a regras adicionais às impostas legalmente por demonstrarem ao mercado seu potencial em remunerar os investidores com base nesses indicadores.

Para analisar a relação risco/retorno, utilizou-se o índice de Sharpe para identificar se as empresas com maior remuneração ao acionista, com base no maior risco, também tendem a optar pelo Novo Mercado. Os resultados sugerem essa relação apenas com o mercado Tradicional e o Nível 1, não se relacionando o Nível 2 e o grupo de empresas não optantes (captadas do modelo *logit*), implicando no fato de empresas remuneradoras de seu risco serem mais propensas a optar pelo Novo Mercado quando não possuem compromisso legal em serem mais transparentes ou protetores de seus acionistas. Em consequência, empresas do mercado Tradicional e do Nível 1, quando remuneram mais pelo seu risco, acenam com a maior probabilidade de adotarem práticas mais rígidas, reduzindo seu risco e mantendo sua capacidade de remuneração.

O Tamanho da empresa e o Endividamento também foram importantes para as análises, pois demonstram-se significativos para a opção das empresas pelo Novo Mercado. Um aspecto a ser levado em conta é o fato do custo de se optar por esse nível diferenciado de governança. Ao optar, as empresas passam por mudanças organizacionais relevantes e se submetem a aumento expressivo custo de implantação. Esse contexto explica, possivelmente, o fato de empresas de grande porte e as menos endividadas serem mais propensas a optarem pelo Novo Mercado.

Por fim, destaca-se que este estudo permitiu a discussão acerca das chances de uma empresa optar pelo segmento NM, evidenciando o risco como fator estimulante para essa estratégia. Com base nos achados da pesquisa, sugere-se a cautela na alocação de recursos em empresas listadas nesse segmento diferenciado, pois mantidas as demais variáveis constantes, o risco continuou presente e não se verificou que as empresas mais arriscadas no NM remuneram esse risco. Nesse sentido, o investimento em empresas optantes pelo NM significa maior chance de exposição ao risco, sem boa relação risco/retorno. Contudo há, também, maiores chances de serem empresas com alto valor de mercado (porte) e menos endividadas, possuindo capacidade operacional e financeira para mitigarem seus riscos.

O objetivo da pesquisa foi alcançado, mas seus resultados se restringem à amostra, ao período analisado e às variáveis de risco e retorno pesquisadas. Outras pesquisas podem

contribuir para a discussão da relação entre governança corporativa e o risco/retorno das empresas, explorando a ampliação do período de análise e incorporação de novas variáveis e procedimentos metodológico.

## REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. (1970, August). The market for “lemons”: qualitative uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alves, M. T. V. D. & Graça, M. L. (2013, Setembro). Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 163-184.
- Bauer, R., Gunster, N., and Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe – the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5, 91-104.
- Brezeanu P., Essawi M. S. A., Poanta D., & Badea L. (2011). Does corporate governance impact risk management system? *Theoretical and Applied Economics*, XVIII(4), 49-64.
- Catapan, A. & Colauto, R. D. (2014, Septiembre). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164.
- Coglianesi, C. (2007). Legitimacy and corporate governance. *Delaware Journal of Corporate Law*, Research Paper 07-13, 32(1), 159-167. Recuperado em 14 Dezembro, 2015, de <http://ssrn.com/abstract=975410>.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2014). *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. (3a ed.). Rio de Janeiro: Autor.
- Core, J., Guay, W., & Rusticus, T. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance*, 61, 655–687.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo, A., Neto. (2013, Outubro). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Dragomir, V. D. (2008). Issues of legitimacy and accountability affecting corporate governance codes. *Bucharest Academy of Economic Studies*. Recuperado em 12 Dezembro, 2015, de <http://ssrn.com/abstract=1085393>.
- Ellul, A. (2015). The role of risk management in corporate governance. *Rev. Financ. Econ. (Annual Reviews)*, 7, 279-299.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Takamatsu, R. T., & Suzart, J. (2014). *Métodos quantitativos com stata*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- Fernandes, N. A. C., Dias, W. O., & Cunha, J. V. A. (2010, Junho). Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVEPA. *Organizações em contexto*, 6(11), 22-44.



- Fuenzalida, D., Mongrut, S., Arteaga, J. R., & Erausquin, A. (2013, October). Good corporate governance: Does it pay in Peru?. *Journal of Business Research*, n. 66(10), p 1759-1770, 2013.
- Gujarati, D. N.; & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. (5a ed.). Ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jonghe, O., Disli, M., & Schoors, K. (2012). Corporate governance, opaque bank activities and risk/return efficiency: Pre-and post-crisis evidence from Turkey. *Journal of Financial Services Research*, 41, 51-80.
- Judge, W. Q., Douglas, T. J., & Kutan, A. M. (2008, August). Institutional antecedents of corporate governance legitimacy. *Journal of Management*, 34(4), 765-785.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., & Vishny, R. W. (1998, December). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lameira, V. J. (2012, Março). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *RBGN – Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(42), 7-25.
- Liu, J. & Taylor, D. (2008). Legitimacy and corporate governance determinants of executives' remuneration disclosures. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(1), 59-72.
- Markowitz, H. (1952, March). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Martins, O. S. & Paulo, E. (2014, Abril). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(64), 33-45.
- Mendonça, F. P., Klotzle, M. C., Pinto, A. C. F., & Montezano, R. M. S. (2012, Dezembro). A relação entre o risco idiossincrático e o retorno no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 23(60), 246-257.
- Milani, B., Righi, M. B., Ceretta, P. S., & Dias, V. V. (2012, Dezembro). Práticas de sustentabilidade, governança corporativa e responsabilidade social afetam o risco e o retorno dos investimentos?. *Rev. Adm. UFSM*, 5, Edição Especial, 667-682.
- Monte, P. A., Rezende, I. C. C., Teixeira, G. S., & Besarria, C. N. (2010, Junho). Existe relação entre Governança Corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(2), 15-44.
- Pindyck, R. S. & Rubinfeld, D. L. (2004). *Econometria: modelos e previsões*. (4a ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Rogers, P. & Securato, J. R. (2009). Corporate governance and volatility in the capital markets: Brazil case study. *Journal of Corporate Ownership & Control*, 7, 43-54.
- Şahin, K. (2015). The legitimacy of codes of corporate governance: perspectives from developed and emerging economies. *Journal Manag. Gov.*, 19, 687-708.

- Silva, R. F. M., Carmona, C. U. M.; Lagioia, U. C. T. (2011, Junho). A relação entre risco e as boas práticas de governança corporativa diferenciada no mercado brasileiro de ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, 13(39), 175-192.
- Silva, R. L. M, Nardi, P. C. C., & Pimenta, T., Júnior. (2012, Agosto). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. *Rev. Adm. UFSM*, 5(2), 222-242.
- Stanfield, J. R. & Carroll M. C. (2004, June). Governance and the legitimacy of corporate power: a path for convergence of heterodox economics?. *Journal of Economic Issues*, XXXVIII(2), 363-370.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2004). *Econometria*. São Paulo: Addison Wesley.
- Westphal, J. D. & Zajac, E. J. (1998). The symbolic management of stockholders: corporate governance reforms and shareholder reactions. *Administrative Science Quarterly*, 43, 127-153.
- Williamson, O. E. (2002). The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. *Journal of Economic Perspectives*, 16(3), 171-195.
- Williamson, O. E. (2005). The economics of governance. *American Economic Review*, 95(2), 1-18.
- Woodward, D. G., Edwards, P., & Birkin F. (1996). Organization legitimacy and stakeholder information provision. *British Journal of Management*, 7, 329-347.
- Zattoni, A. & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? a comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance*, 16(1), 1-15.