

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –

FECAP

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

FABRÍCIO HENRIQUE DA SILVA

**MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
ESTUDO SOBRE O IMPACTO NA VOLATILIDADE DOS
PAPÉIS DA BM&FBOVESPA**

São Paulo

2016

FABRÍCIO HENRIQUE DA SILVA

**MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTUDO SOBRE
O IMPACTO NA VOLATILIDADE DOS PAPÉIS DA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Ciências
Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva

São Paulo

2016

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

S586m	<p>Silva, Fabrício Henrique da</p> <p>Mecanismos de governança corporativa: estudo sobre o impacto na volatilidade dos papéis da BM&FBOVESPA / Fabrício Henrique da Siva. - São Paulo, 2016.</p> <p>83 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva.</p> <p>Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.</p> <p>1. Governança corporativa 2. Bolsa de Valores 3. Mercado de ações.</p> <p style="text-align: right;">CDD 658.4</p>
-------	---

FABRÍCIO HENRIQUE DA SILVA

**MECANISMOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTUDO SOBRE O
IMPACTO NA VOLATILIDADE DOS PAPÉIS DA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO JULGADORA

Wilson Toshio Nakamura
Faculdade Presbiteriana Mackenzie

Elionor Farah Jreige Weffort
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Aldy Fernandes da Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 05 de Outubro de 2016.

DEDICATÓRIA

*Dedico esse trabalho à
Deus, meus irmãos e
sobrinhos que mesmo longe
os tenho perto.*

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar à Deus força e refúgio nos momentos de perrengue que surgiram a todo momento durante esse período de dissertação. Posteriormente à minha família e amigos que tanto me inspiravam a continuar e perseverar nessa jornada; Juliane Duarte Santos, Flávio Eduardo, Fábio Renato e Jane Luciana que estavam sempre me incentivando apesar do caminho ser tortuoso. Agradeço ao meu orientador professor Aldy Fernandes da Silva e aos membros da banca professora Elionor Weffor e ao professor Wilson Nakamura: simplesmente obrigado pela paciência, forma de tratar das questões que tanto me preocupavam durante a realização desse trabalho, vocês se dedicaram como verdadeiros mestres. Aos funcionários da Biblioteca da FECAP, Elba, Andréia e Jean Camilo que pacientemente me ajudavam em orientações e na formatação do trabalho para o Formato de ABNT.

De tudo ficaram três coisas... A certeza
de que estamos começando... A certeza
de que é preciso continuar... A certeza de
que podemos ser interrompidos antes de
terminar...

Façamos da interrupção um caminho
novo...

Da queda: um passo de dança... Do
medo: uma escada... Do sonho: uma
ponte... Da procura: um encontro!

Fernando Sabino.

O encontro Mercado.

RESUMO

Em um ambiente de negócios profissionaliza, ou seja, em que há uma separação clara entre os administradores e os investidores, há uma possibilidade grande de ocorrer o conflito de agência, onde há sempre o risco de que os administradores ajam em favor dos seus próprios interesses e não em prol da maximização do valor da empresa; Uma das formas que esse conflito se revela no mercado de ações é através do risco inerente às atividades da companhia, a esse risco dá-se o nome de risco não sistemático. Dentro do mercado de ações uma medida de risco é a Volatilidade e a mesma é reduzida pelos mecanismos de Governança Corporativa. Esta dissertação tem por objetivo principal verificar o impacto dos mecanismos de Governança Corporativa na Volatilidade dos papéis da BM&F Bovespa no período de 2010 e 2015 para tal, foram utilizados dados de 53 companhias que representam 81,15% do índice Ibovespa e o modelo dos pilares de Governança Corporativa chamado de Brazilian Corporate Governance Index (Brazilian CGI). Para entendimento dessa dissertação a Volatilidade é a variação dos retornos ao longo do período analisado e utilizou-se como modelo estatístico de dados em painel e os principais mecanismos internos de Governança Corporativa se baseiam nos quatro pilares do IBGC a saber: (1) Prestação de Contas; (2) Transparencia; (3) Responsabilidade Corporativa e (4) Prestação de Contas. Os resultados estatísticos indicaram que variáveis relacionadas a indicadores contábeis e macroeconômicas possuem associação com a redução da Volatilidade e que fatores diretamente ligados aos pilares não se mostraram estatisticamente significativos.

Palavras-chaves: Dados em painel. Brazilian CGI. Volatilidade. Governança corporativa. Teoria da agência.

ABSTRACT

In a professionalizing business environment, i.e. one in which there is a clear separation between administrators and investors, there is a great chance to occur the agency conflict, where there is always the risk that administrators act in their own interests and not in favor of maximizing the value of the company. One of the ways that this conflict is revealed in the stock market is through the risk inherent in the company's activities, and this risk is called non-systematic risk. A measure of risk in the stock market is the volatility, and it is decreased through corporate governance mechanisms. The main purpose of this thesis is to check the impact of corporate governance mechanisms over the volatility of securities traded in the BM&F Bovespa over the period comprised between 2010 and 2015, and for such purpose data from 53 listed companies representing 81.15% of the Ibovespa index, and the model of pillars of corporate governance called Brazilian Corporate Governance Index (Brazilian CGI) were used. For the sake of good understanding of this thesis, volatility is the variation of returns over the period analyzed; panel data was used as statistical model, and the main internal mechanisms of corporate governance are based on IBGC's four pillars, namely: (1) Accountability; (2) Transparency; (3) Corporate Responsibility and (4) Accountability. The statistical results indicated that variables related to accounting indicators and macroeconomic variables have an association with volatility reduction, and that factors directly linked to the pillars were not statistically significant.

Keywords: Brazilian CGI. Volatility. Corporate governance. Agency cost. Panel data.

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - SUMÁRIO DE REGRAS POR SEGMENTO DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&F BOVESPA)	29
QUADRO 2 - COMPARAÇÃO ENTRE OS SEGMENTOS E MERCADOS DA BM&F BOVESPA	31
QUADRO 3 - EVIDÊNCIAS SOBRE FATORES EXTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	33
QUADRO 4 - EVIDÊNCIAS SOBRE FATORES INTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	40
QUADRO 5 - BRAZILLIAN CORPORATE GOVERNANCE INDEX (BCGI).....	41
QUADRO 6 - RELAÇÃO DE AÇÕES ANALISADAS	45
QUADRO 7 - VARIÁVEIS CONTÁBEIS	50
QUADRO 8 - VARIÁVEIS DE EVIDENCIAÇÃO CONFORME BRAZILLIAN CGI.....	51
QUADRO 9 - VARIÁVEIS DE CONSELHO CONFORME BRAZILLIAN CGI.....	53
QUADRO 10 - VARIÁVEIS DE ÉTICA E CONFLITOS DE INTERESSES CONFORME BRAZILLIAN CGI	54
QUADRO 11 - VARIÁVEIS DE DIREITOS AOS ACIONISTAS CONFORME BRAZILLIAN CGI	55
QUADRO 12 - VARIÁVEIS E MODELO COMPLETO DA EQUAÇÃO	58
QUADRO 13 - RELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS E SIGNIFICÂNCIA.....	70

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - ANÁLISE DA VOLATILIDADE POR SETOR	61
TABELA 2 - ANÁLISE DAS EMPRESAS POR FREE-FLOAT	62
TABELA 3 - EVOLUÇÃO DA VOLATILIDADE E INDICADORES DOS MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA	63
TABELA 4 - DISTRIBUIÇÃO DA VOLATILIDADE ANO/SETOR	63
TABELA 5 - VARIÁVEIS EXPLICATIVAS EM FUNÇÃO DA VOLATILIDADE	64
TABELA 6 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE SPEARMAN	65
TABELA 7 - COEFICIENTES DE MECANISMOS INTERNOS	67
TABELA 8 - COEFICIENTES DE DESEMPENHO	68
TABELA 9 - COEFICIENTES DE MECANISMOS EXTERNOS	69

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS
ARCH – AUTO REGRESSIVO COM HETEROCEDASTICIDADE ARCH
ARMA - MODELO AUTO REGRESSIVO DE MÉDIA MÓVEL
BM&FBOVESPA – BOLSA DE MERCADORIA E FUTUROS & BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO DE PAULO
BRAZILLIAN CGI - BRAZILIAN CORPORATE GOVERNANCE INDEX
CAPM – CAPITAL ASSET PRICING MODEL
CCL – CAPITAL CIRCULANTE LÍQUIDO
CEO – CHIEF EXECUTIVE OFFICER
CIPE - *CENTER FOR INTERNATIONAL PRIVATE ENTERPRISE*
COPOM – COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA
CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
DFP – DEMONSTRAÇÃO FINANCEIRA PADRONIZADAS
END - EMPRÉSTIMOS DE CURTO E EXIGÍVEIS DE LONGO PRAZO
EVIIEWS – ECONOMETRIC VIEWS
EUA – ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA
GARCH - GENERALIZADO AUTO REGRESSIVO COM HETEROCEDASTICIDADE CONDICIONAL
GC – GOVERNANÇA CORPORATIVA
IAN – INFORMAÇÕES ANUAIS
IBCA - INSTITUTO BRASILEIRO DE CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO
IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
IBOVESPA – INDICE DA BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO DE PAULO
IBRX 50 – INDICE BRASIL 50
IGC - ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
IFRS – INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS
ITR – INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS
LAJIDA – LUCRO ANTES DE JUROS, IMPOSTOS, DEPRECIACÕES E AMORTIZAÇÕES
NYSE - NEW YORK STOCK EXCHANGE
OCDE - ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

ON – ORDINÁRIA NOMINATIVA

PN – PREFERENCIAL NOMINATIVA

PREVI - DO FUNDO DE PENSÃO DO BANCO DO BRASIL

ROB - RECEITA OPERACIONAL BRUTA

TJ – TAXA DE JUROS

TCM – TAXA DE CAMBIO

US GAPP - UNITED STATES GENERALLY ACCEPTED ACCOUNTING PRINCIPLES

USM - UNIVERSIDAD DE MARYLAND

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA.....	14
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA.....	18
1.3 RELEVÂNCIA E CONTRIBUIÇÃO DA PESQUISA	19
1.4 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA.....	19
2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES.....	21
2.1 VOLATILIDADE.....	21
2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E VOLATILIDADE	24
2.2.1 PRINCIPAIS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	26
2.2.2 EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E NO MUNDO	27
2.2.3 MECANISMOS INTERNOS E EXTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	31
2.2.3.1 <i>Mecanismos externos de GC</i>	32
2.2.3.2 <i>Mecanismos internos de governança</i>	35
3 METODOLOGIA.....	44
3.1. CAMPO DE ESTUDO	44
3.2. DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	44
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE ESTUDO	46
3.3.1 VARIÁVEL DEPENDENTE.....	46
3.3.2 VARIÁVEIS DE CONTROLES – MECANISMOS EXTERNOS	47
3.3.2.1 <i>Taxa de câmbio</i>	47
3.3.2.2 <i>Taxa de juros</i>	48
3.3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE – MECANISMOS INTERNOS	48
3.3.3.1 <i>Indicadores contábeis</i>	49
3.3.4 VARIÁVEIS DE INTERESSE DE GC – MECANISMOS INTERNOS B CGI	50
3.3.4.1 <i>Evidenciação</i>	50
3.3.4.2 <i>Conselho composição e funcionamento dos conselhos</i>	52
3.3.4.3 <i>Ética e conflito de interesses</i>	53
3.3.4.4 <i>Direitos dos acionistas</i>	54
3.3.4.5 <i>Variáveis médias dos pilares de Governança Corporativa conforme o Brazilian CGI</i>	55
3.3.5 COLETA DE DADOS.....	59
3.4 MÉTODO ESTATÍSTICO	59

4 RESULTADOS	61
4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA	61
4.2 RESULTADOS DA REGRESSÃO	66
4.2.1 MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	67
4.2.2 MENSURAÇÃO DE DESEMPENHO	68
4.2.3 COEFICIENTES DE CONTROLES E MACROECONÔMICOS	69
5 CONCLUSÃO	71
REFERÊNCIAS	72

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Em um contexto de negócios de administração profissionalizada, é cada vez maior a separação entre os administradores profissionalizados e os investidores ou detentores de Capital. Para o mercado de acionário a administração profissionalizada e a descentralização da tomada de decisão é mais visível, uma vez que os investidores não estão nas diretrizes dos negócios, tampouco na tomada de decisão diariamente (HILLBRECHT, 1999).

Essa descentralização gerada, entre os acionistas e o administrador do capital nas companhias, traz um conflito entre os interesses dos detentores do capital (principal) e os gestores (agente): (1) enquanto os chamados agentes se empenham em auferir ganhos de curto prazo, para que esses sejam refletidos em seus salários e bônus; os acionistas procuram maximizar o valor da empresa no longo prazo.

Esse antagonismo de objetivos enxergados dentro das organizações é classificado dentro da literatura de Teoria da Representação, traduzido para a literatura brasileira como Conflito de Agência. Jensen e Meckling (1976) afirmam em seu trabalho: conflito de interesses existentes em atividades de cooperação entre os envolvidos (agente e principal) gera a busca pela otimização do próprio interesse. Ainda nessa mesma linha de raciocínio Ross, Westerfield e Jaffe (1990) concluem que numa relação entre o detentor formal do capital (agente) e o seu administrador (principal) há uma força inerte onde cada um deles tenta maximizar sua própria utilidade, enquanto o gestor (agente) busca garantir bônus e remunerações sobre o capital administrado e o detentor do capital (principal) tenta fazer com que as decisões tomadas pelo agente sejam benéficas para a empresa no longo prazo.

Em uma literatura mais atual encontra-se o trabalho de Lunardi (2008) que define três características importantes para reafirmar o conceito de Conflito de Agência previamente feito pelos trabalhos em décadas anteriores e informa os recursos para mitigá-lo: partindo do pressuposto de que (1) proprietários (ou principais) e administradores (agentes) têm interesses diferentes; o papel da (2) Governança é ser um conjunto de práticas pelas quais o Conselho de Administração garante o controle dos atos dos gestores, face aos interesses dos acionistas; por fim demonstra que (3) o papel do Conselho de Administração tem ênfase em ações de controle e rigor na transparência e na prestação de contas por parte dos gestores (*accountability*).

Em Lunardi (2008) é demonstrado o conceito de Conflito de Agência que fora primeiramente defendido pelos autores clássicos (JENSEN; MECKLING,1976). A segunda demonstra o papel dos principais mecanismos de Governança Corporativa para mitigar o conflito de agência e por fim demonstra a importância do Conselho de Administração em controlar e supervisionar as ações dos agentes.

Buscando mitigar o conflito entre os envolvidos são criados mecanismos de controle e incentivos que forcem o Agente a proceder conforme os desejos do principal. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (1990) os acionistas incorrem em três tipos de custos:

- a) Pagamentos de incentivos aos dirigentes;
- b) Perdas residuais da riqueza dos acionistas pelo comportamento divergente entre Agente e Principal;
- c) Custos de monitoramento dos acionistas.

Considerada como uma das principais medidas de desempenho ao longo do tempo a Volatilidade também é utilizada para mensurar medida de liquidez do mercado como um todo. Para o investidor médio é necessário que o mercado acionário tenha Volatilidade para que se tenha liquidez. A Volatilidade se relaciona com a Governança Corporativa através da teoria do Conflito de Agência e com a variação dos preços das companhias, sendo assim: a variação dos preços ao longo do período (Volatilidade) no mercado de capital é importante e deve ser considerado (JUBERT et al., 2008; SILVA; SAFADI; CASTRO JUNIOR, 2005); para essa dissertação a métrica da Volatilidade será calculada pela variação porcentual dos preços de fechamento calculado pelo Ibovespa, durante o período analisado. A Volatilidade ocorre por fatores que são de natureza interna e externa à companhia (GITMAN, 2004). Como principais medidas externas destacam-se a taxa de juros e a variação cambial; medidas internas estão relacionadas primeiramente aos controles (Conselho Fiscal e de Administração, Evidenciação, direitos estendidos aos Acionistas Minoritários e Ética e resolução de conflitos) e ao desempenho da empresa ao longo do período (mensurável através de indicadores contábeis).

Conforme Jubert et al. (2008, p. 221):

O estudo da Volatilidade é uma das ferramentas estatísticas mais importantes para os agentes econômicos que atuam no mercado de ações. Teoricamente, a Volatilidade de um ativo representa as alterações ocorridas nos seus preços em razão de diversos fatores relacionados ao desempenho da empresa emitente e da conjuntura econômica.

Segundo Monte et al. (2009), a Volatilidade pode ser entendida como o risco, sendo entendida estatisticamente como o desvio-padrão, ou a variância.

O risco também ainda pode ser dividido em sistemático, que abrange os títulos negociáveis em bolsas, ou seja, o risco da macroeconomia, que causa impacto diretamente na valorização ou desvalorização das ações, sendo impossível de ser eliminado, e o risco não sistemático, também denominado de diversificável, que é inerente às especificidades de cada ação e de cada empresa. (MONTE et al., 2009, p. 103)

Conforme a afirmação anterior entende-se que o risco de um determinado ativo dentro do mercado de capitais é dividido entre o risco sistemático e não sistemático. O risco sistemático é definido pelas variáveis que a empresa não detém controle e afetam a todos os participantes do país de forma igual. Para essa dissertação os riscos sistêmico destacados são: (1) Taxa de Câmbio, (2) Taxa de Juros.

Para a relação entre taxa de câmbio e Volatilidade, Phylaktis e Ravazzolo (2005) estudaram as dinâmicas de curto e longo prazo entre preços de ações e taxas de câmbio em mercados asiáticos e constataram que os choques externos têm impacto nos mercados pesquisados, encontrando uma associação positiva entre os preços das ações e as taxas de câmbio. Ainda corroborando essa ideia, Fang (2002) considerou que as taxas de câmbio podem influenciar os preços das ações; os resultados do seu estudo mostraram que a depreciação da moeda afetou negativamente os retornos das ações e aumentou a Volatilidade do mercado durante o período das crises asiáticas (1997-1999).

Para a taxa de Juros, têm-se três pesquisas importantes. Gonçalves Jr. e Eid Jr. (2007), partiram da premissa que há uma relação positiva entre as variações do Ibovespa e a taxa Selic. Os autores realizaram um estudo de evento com dados entre 1998 e 2002, em que as variações do Ibovespa foram comparadas com as decisões do COPOM. Segundo os autores não há variação significativa no Ibovespa em relação às alterações das metas, demonstrando assim a capacidade do mercado em antecipar-se às decisões do COPOM. Quando essa política é adversa, os autores encontraram que um aumento percentual não esperado na taxa básica de juros está relacionado à queda de 1,3% no índice Bovespa. Jefferis e Okeahalam (2000) citam em seu trabalho que os preços reais das ações são positivamente correlacionados com a taxa de câmbio real. Já para a taxa de juros o efeito não pode ser interpretado diretamente, pois a expectativa do mercado sobre a taxa a ser praticada impacta nos preços dos ativos. Smirlock e Yawitz (1985) verificaram como aumentos nas taxas de redesconto reduziram os retornos calculados pelo índice Dow Jones em 1979. No contexto de pesquisa no Brasil, Tabak e Tabata (2004) realizaram um estudo semelhante que buscou analisar se entre o período de

1996 a 2003, estímulos na taxa de juros básica impactaram na variação dos ativos; contudo não fora possível comprovar que as ações respondam a incentivos da política monetária. Pelo fato do risco não sistemático ser o único que a empresa consegue reduzir, os acionistas irão incorrer em custos de agência para mitigar a parcela do risco não sistemático. Esse custo se revela em mecanismos internos de Governança Corporativa que pode ser classificado em quatro grandes pilares segundo Leal, Silva e Iervolino (2015): (1) Evidenciação (*Disclousure*), (2) Conselhos (*Board Composition and Functioning*), (3) Ética (*Ethics and Conflicts of Interest*) (4) Direito aos minoritários (*Shareholders Rights*); ainda sob controle da companhia há os mecanismos de desempenho contábeis que impactam diretamente na Volatilidade: (1) Receita Operacional Bruta, (2) Capital Circulante Líquido, (3) Indicador de Endividamento e (4) LAJIDA, (5) Porte (proxy do Ativo Total). Malacrida e Yamamoto (2006) afirmam que melhores evidenciações e maior nível de transparência da informação gera uma menor Volatilidade dos preços. Na prática, a companhia incorre em ônus para garantir a Governança Corporativa – no caso da BM&FBOVESPA é o valor pago para a empresa estar listada em alguns dos níveis de Governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Esse estudo indica que os acionistas preferirão realizar um gasto (custo de agência) com o intuito de reduzir a Volatilidade da companhia e garantir o valor da empresa no longo prazo; esse estudo também afirma que em momentos de crise, papéis que estão em algum nível de Governança tendem a permanecer menos voláteis que papéis sem Governança. Ao relacionar a qualidade da Governança Corporativa praticada e os retornos dos preços, Lameira (2012) utilizou-se de dados de companhias abertas, criando para si um índice com vinte perguntas e conclui que há uma relação entre qualidade da Governança Corporativa e retorno, como contribuição adicional conclui que empresas devem buscar a melhoria de suas práticas de Governança Corporativa. Continuando a introdução sobre os mecanismos internos de Governança, Lamb (2002) afirma que o papel do conselho vai além das simples atribuições previstas na legislação, sobretudo, nas que estão intrínsecas, como: controle e acompanhamento dos controles internos, planejamento estratégico e orçamentário já que faz parte do sistema de controle e fiscalização. Dessa afirmação, entende-se que o conselho tem um papel vital nos controles internos, diretrizes e planejamento. Os Mecanismos de Governança Corporativa são comumente praticados pela forma como a companhia se revela para o mercado nos quesitos transparência, garantias dos direitos aos minoritários dentro das empresas. Dentre a literatura têm-se estudos afirmando que empresas adotantes de maiores níveis de engajamento com a transparência obtêm melhores avaliações de analistas financeiros gerando dentre os benefícios: menor custo de capital (BOTOSAN, 1997; LEAL;

SILVA; IERVOLINO, 2015); menor custo de endividamento (SENGUPTA, 1998). A evidenciação também tem um impacto positivo sobre a transparência e integridade o que reduz os problemas de Conflito de Agência entre acionistas e administradores (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Dentre as principais literaturas analisadas destacam-se Leal, Silva e Iervolino (2015), cujo estudo buscou entender a evolução dos pilares de Governança Corporativa entre 2004 e 2013; utilizando-se de todas as empresas do Ibovespa e um questionário com 20 perguntas divididas entre os 4 pilares de Governança Corporativa (Evidenciação, Ética, Direitos dos Acionistas e Função e Atuação do Conselho), esse estudo encontrou evidências de melhoras nos indicadores, contudo demonstrou que as companhias não estão cumprindo a totalidade dos Pilares de Governança Corporativa; para tal os autores consultaram formulários de referências, notas explicativas, seções de relacionamento com investidores, dessa forma os autores criaram e consolidaram um indicador ao qual se deu o nome de *Brazilian CGI (Corporate Governance Index)*.

Na mesma linha de pesquisa, Almeida (2007) estudou a relação entre Governança Corporativa e Volatilidade dos preços das ações, utilizando dados diários de 49 ativos da BM&FBOVESPA entre janeiro de 2000 até setembro de 2006. Os principais resultados indicaram que as empresas com mecanismos de Governança Corporativa reduziram a Volatilidade para 69% dos papéis pesquisados; em períodos de crises ocorridas no mercado, as empresas com melhores práticas de Governança sofreram uma menor Volatilidade em períodos de crise para aproximadamente 24% dos papéis. Diante desse arcabouço apontado, esse estudo propõe a seguinte questão de pesquisa: empresas com melhores práticas de Governança Corporativa possuem menores Volatilidades nos preços de suas ações?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Segundo Marconi e Lakatos (2003) o objetivo geral de uma pesquisa está ligado à visão global e mais abrangente do tema e vincula-se diretamente à própria significação da tese que é proposta. Dessa forma o objetivo principal dessa pesquisa é identificar em empresas de capital aberto da BM&FBOVESPA, como a Governança Corporativa impacta na diminuição da Volatilidade dos preços das ações.

1.3 RELEVÂNCIA E CONTRIBUIÇÃO DA PESQUISA

O estudo da relação entre Volatilidade e Governança Corporativa justifica-se, pois, a mesma é objeto de estudos de vários agentes, sejam eles pesquisadores, agentes financeiros ou investidores. Ratificando a relevância e contribuição dessa dissertação tem-se apoio na pesquisa de Geocze (2010) que compara a Volatilidade do Índice de Governança Corporativa da Bovespa (IGC) em detrimento aos demais indicadores estudados (Ibovespa e IBRX 50) onde verificou que há uma menor Volatilidade para o IGC.

O objetivo do artigo é verificar se a adoção de níveis diferenciados de Governança Corporativa por parte das empresas brasileiras é um fator que as torna opções de investimento de menor risco. Este objetivo foi respondido positivamente, pois a Volatilidade média diária do índice de Governança da Bovespa é a inferior se comparada com os outros índices estudados. (GEOCZE, 2010, p. 84).

A McKinsey & Company (2002), conduziu uma pesquisa com 200 investidores institucionais, responsáveis conjuntamente por três trilhões de dólares americanos em ativos, que tinha por objetivo detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de Governança Corporativa. Como resultado, encontrou-se que os investidores estão dispostos a pagar de 12% a 14% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de Governança e transparência nos Estados Unidos e Europa, de 20% a 25% a mais na América Latina e Ásia e mais que 30% a mais em países Africanos e do Leste Europeu. Esse estudo global demonstra o quão importante é o estudo da Volatilidade.

A motivação para utilizar-se do tema baseia-se nos seguintes aspectos: (a) a inexistência de trabalhos que relacionem Governança Corporativa e Volatilidade, com aspectos de Governança baseados em mecanismos de controle e *Brazilian Corporate Governance Index*, (b) uso de indicadores macroeconômicos como variáveis de controle para mitigar riscos sistemáticos, (c) a relevância do assunto no entendimento da Volatilidade e suas inter-relações para os para os analistas de mercado e pesquisadores. Quanto à contribuição, pode-se citar entre outras: (1) aumentar o conhecimento empírico e científico quanto ao impacto da Governança Corporativa na Volatilidade;

1.4 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa conta além dessa seção que trata da introdução, essa dissertação está estruturada em mais quatro seções; na segunda seção na apresentam-se o referencial teórico, abordando-se os conceitos de Governança interna e externa, Volatilidade e as variáveis de

controle utilizadas, na parte três introduzem-se: a metodologia, os dados utilizados, o modelo proposto, as hipóteses sobre cada uma das variáveis e as empresas utilizadas; no capítulo quatro analisa-se a base de dados, as estatísticas descritivas e os principais resultados, por fim no capítulo cinco realiza-se a conclusão e interpretam-se os resultados encontrados.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Nesse capítulo apresenta-se a revisão de literatura sobre Governança Corporativa diferenciando-a entre interna e externa, abordando os principais aspectos características e sua evolução no Brasil e no mundo; fala-se também sobre a Volatilidade dos papéis, trazendo para a discussão as principais pesquisas sobre os temas abordados e suas implicações.

2.1 VOLATILIDADE

No mercado acionário os indicadores são ferramentas importantes para a tomada de decisão, uma vez que demonstram o comportamento e refletem o desempenho dos ativos e do mercado de forma geral. Segundo Assaf Neto (2001), os índices acionários são os que medem o desempenho médio dos preços das supostas carteiras que compõem o mercado e refletem o comportamento geral ao longo do período. Seguindo essa linha, Brito (1989) afirma que os índices do mercado de ações têm como função: (1) indicadores gerais de tendência do mercado; (2) instrumentos de suporte ao processo de administração de investimentos; e (3) instrumentos de negociação explícita em mercados futuros. Dessa forma entende-se que os indicadores são úteis e importantes, pois refletem o comportamento geral do mercado. Dentro da Bolsa de Valores do Brasil tem-se o IBX50, o Ibovespa e o IGC sendo que esse último mensura o desempenho de companhias com Governança Corporativa.

A relevância da Volatilidade é tão grande que há um indicador específico que a mensura (FXvol); Baer, Silva e Cintra (2004) apud Malacrida a finalidade básica do índice de Volatilidade é: (1) a de servir para as movimentações do mercado, (2) servir como parâmetro para os preços dos ativos e (3) um termômetro para a economia do país. Complementando a importância da Volatilidade, Assaf Neto (2001) afirma que a mesma é uma medida muito importante relacionada ao risco e está dividida entre dois tipos principais: risco da economia como um todo e o risco da empresa em sua atividade e na sua gestão, evidenciação e transparência das ações – a esse risco chamou-se risco não sistemático. Segundo Malacrida e Yamamoto (2006, p. 70) “O risco da empresa refere-se àqueles associados à própria atividade da empresa, às características do mercado em que ela opera e também à capacidade em liquidar seus compromissos financeiros assumidos”. Ainda acrescentando essa ideia, Assaf Neto (2001) afirma que o risco não sistemático é identificado pela variabilidade dos retornos do título em torno do seu preço médio, denotando assim a confiança do investidor; assim quanto mais próxima for a variação em torno da sua média, menor será sua dispersão e melhor

seus desempenhos. A Volatilidade é conhecidamente como um dos grandes indicadores do mercado de ações, sendo utilizada para verificar a liquidez e o risco no mercado como um todo (ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2005). Na teoria, representa as alterações ocorridas nos preços de um ativo ou mercado, em função de diversos fatores relacionados com o desempenho da empresa e da conjuntura macroeconômica. A Volatilidade de um ativo em suma é a medida de risco considerada e comumente aceita pelo mercado e pode ser dividida entre risco inerente aos controles e ao desempenho da companhia. Nessa dissertação seguiu-se a literatura revisada (ASSAF NETO 2001; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006) e classificou-se o risco em dois tipos: (1) não sistemático e (2) sistemático. Jubert et al. (2008), corroboram a ideia que fatores relativos à gestão, evidenciação e transparência impactam diretamente na Volatilidade do preço dos papéis das companhias ao longo do tempo.

Sobre a literatura internacional Huang, Hu e Chang (2000) pesquisaram o efeito da Governança Corporativa sobre a Volatilidade dos preços de ativos em época de crise política para 570 empresas listadas na bolsa de valores de Taiwan durante o período eleitoral de 1994, partindo do pressuposto que melhores práticas de Governança reduzem a Volatilidade dentro e fora do período de crise. Utilizando como medida de Volatilidade a amplitude dos preços do dia atual menos a amplitude dos preços do dia anterior, encontraram que empresas com melhores práticas Corporativas tiveram menor Volatilidade dentro e fora do período da crise eleitoral.

Dutt e Humphery-Jenner (2013) estudaram o efeito da Volatilidade sobre o retorno operacional e desempenho das companhias abertas da África do Sul, partindo da premissa observada por estudos anteriores nos países desenvolvidos que a queda da Volatilidade é obtida através da melhoria de práticas de Governança Corporativa e melhoria da liquidez dos ativos para o período entre 2010 e 2011. Como proxy de Volatilidade, os autores utilizaram o logaritmo natural dos preços de fechamento de dois dias consecutivos, dessa forma os autores encontraram como principal resultado é que Volatilidade baixa traz melhores retornos em detrimento a momentos de altas variações. Prommin, Jumreornvong e Jiraporn (2014), estudaram para o mercado tailandês como a Governança Corporativa pode afetar os preços dos ativos utilizando-se de dados diários de empresas listadas em Bolsa para o período de 2006 a 2009, e a variância dos retornos como medida de Volatilidade. Encontraram que para 73% dos ativos analisados há correlação entre liquidez e Governança Corporativa. Brooks (2007) buscou entender como o modelo autorregressivo com heterocedasticidade (ARCH) pode ser aplicado para capturar a relação entre Governança e Volatilidade em mercados

emergentes, utilizando dados do índice da bolsa de valores dos mercados emergentes do leste da África, Oriente Médio e América Latina entre 1995 e 2005. A proxy utilizada como Volatilidade foi o retorno entre os períodos diários, mostrando que esse é o parâmetro mais amplamente utilizado pelos pesquisadores na mensuração da Volatilidade dos retornos e o impacto da Governança Corporativa (ALMEIDA, 2007; LAMEIRA, 2012; LAMEIRA; NESS JR.; SOARES, 2005).

Prasanna (2013) investigou o impacto da legislação de Governança Corporativa na Volatilidade e eficiência do mercado indiano no ano 2003 - ano em que foi introduzida a Clausula 49. A proxy utilizada foi a variação percentual do retorno diário do índice da Bolsa indiana, por fim, concluiu que a introdução da Clausula 49, melhorou o ambiente regulatório e diminuiu a Volatilidade no ano de 2003. Lioui e Sharma (2012) buscaram entender como o custo de capital e o *valuation* podem impactar na Volatilidade para empresas fechadas que passaram por alguma fusão ou aquisição. Como as empresas não possuíam valores de mercado, a medida de Volatilidade utilizada foi o valor do lucro das empresas antes e após a fusão. O autor concluiu que melhores indicadores contábeis (Lucro/PL, Ativos/Receitas, ROI, VPL e fluxo de caixa descontado) quando comparados com o setor demonstram uma redução na Volatilidade.

Guo, Kassa e Ferguson (2014), buscaram entender a relação entre Volatilidade e a expectativa do retorno, utilizando uma amostra de 60 meses para 50 empresas do mercado asiático, usando como proxy de Volatilidade o logaritmo natural dos retornos diários. Os autores concluíram que a expectativa de retorno pode impactar a Volatilidade de maneira inversa. Singh e Makkar (2014) através da pesquisa para o mercado indiano verificaram a relação entre crise no mercado norte-americano e a Volatilidade no setor bancário indiano, utilizando dados de um indicador chamado Bankex, índice que concentra as empresas do setor bancário daquele país, entre o período de 2003 a 2012. O logaritmo natural dos retornos em dias consecutivos foi a medida de Volatilidade. Os autores concluíram que há uma forte correlação entre a Volatilidade do indicador do Bankex e as crises no mercado norte-americano. Ainda na linha de ter o mercado americano como padrão, Bartram, Brown e Stulz (2012), utilizaram-se do modelo CAPM como medida de Volatilidade segregando o risco sistemático e não sistemático e comparou ações de mercados europeus e asiáticos com o mercado dos Estados Unidos. Concluíram que a Volatilidade foi maior em companhias americanas por conta do fator político em detrimento ao desempenho econômico.

Para o mercado brasileiro existem quatro trabalhos sobre o tema. Lameira (2012) utilizou dados da Bolsa de Valores de São Paulo para entender a qualidade da informação e o impacto na Volatilidade, utilizando-se como proxy de Volatilidade o retorno dos preços de fechamento dos ativos. O autor concluiu que a qualidade da informação tem uma relação inversa com a Volatilidade e age de forma positiva, logo quanto melhor a qualidade da informação menor será a Volatilidade no período. Seguindo essa mesma linha de raciocínio, Almeida (2007) utilizou-se de 49 ativos de 35 empresas diferentes para mensurar o impacto da Governança Corporativa na Volatilidade. Utilizando dados diários de 5 anos, concluiu que empresas com melhores práticas de Governança Corporativa têm menor Volatilidade e melhor desempenho em épocas de crise.

Pereira e Zhang (2010) pesquisaram sobre a Volatilidade e a liquidez, partindo da hipótese que o preço do ativo é inversamente correlacionado com a Volatilidade. Utilizando-se do índice Ibovespa como medida de mercado e a proxy de Volatilidade como a variação percentual do indicador do Ibovespa diariamente ao longo do ano de 2009, confirmaram a hipótese inicial de que um maior preço dos ativos suscita uma menor Volatilidade. Matucheski, Clemente e Sandrini (2009), trazem em seu trabalho uma contribuição bem relevante ao examinar se Governança Corporativa se constitui como uma força redutora da Volatilidade em períodos de crise financeira, utilizando dados diários do último quadrimestre de 2008 para uma amostra de 178 companhias da Bovespa. Os autores usaram como medida de Volatilidade o desvio padrão dos preços dos ativos. Dos 15.130 dados analisados os resultados sugerem que Governança Corporativa pode atuar como um redutor da Volatilidade dos ativos em tempos de elevados graus de incertezas.

2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E VOLATILIDADE

A intensa globalização dos fluxos de capitais tem incentivado a políticas fortes de Governança Corporativa e trazendo uma grande motivação para que as empresas possuam normas e regras de maneira que isso se reflita nos preços dos papéis. Segundo o site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, a Governança Corporativa é entendida como:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e aperfeiçoar o valor da

organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade. (IBGC, 2015).

Conforme se vê, o principal órgão no Brasil traz a ideia de Governança Corporativa como uma das formas de mitigar o Conflito de Agência e otimizar o valor da companhia no longo prazo, reduzindo a Volatilidade no curto prazo. Ainda de acordo com o IBGC (2015), a Teoria da Propriedade Dispersa, da Representação ou Teoria da Firma/Agência são sinônimos para o mesmo fenômeno que se iniciou na década de 1920 com a explosão das companhias abertas nos EUA, onde os acionistas não se sentiam representados pelos Administradores. O ápice desse conflito se mostrou intenso na quebra da bolsa de 1929. Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais da segregação entre a propriedade e o controle existente dentro das empresas. Os autores destacam que a pulverização da propriedade poderia fortalecer o poder dos gestores, aumentando as possibilidades dos mesmos agirem pela maximização dos próprios interesses. A partir de 1945 ocorreu uma dispersão do capital norte americano ao redor do mundo e, ao mesmo tempo, a criação de empresas foi financiada fortemente com a abertura e pulverização do capital na bolsa de valores. Nesse contexto de cerca de vinte anos as empresas passaram de um controle familiar para um controle profissionalizado, surgindo assim a figura de um administrador profissional, Conselho de Administração. Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1997), formularam as principais bases dessa Teoria que tem como objetivo principal mitigar o Conflito de Agência, garantir o valor e diminuir a Volatilidade dos ativos. Conforme o site do IBGC (2015) há quatro pilares da Governança Corporativa: (1) Transparência, princípio que está além da simples disponibilização da informação, implica em gerar um clima de confiança tanto internamente quanto nas relações de empresa com terceiros, buscando não somente o desempenho econômico-financeiro como outros fatores não tangíveis que regem a ação gerencial e conduzem para a criação de valor; (2) Equidade que é caracterizado pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas, não cabendo atitudes ou políticas discriminatória; (3) Prestação de Contas, de acordo com esse princípio os agentes da Governança devem prestar contas da atuação dos mesmos, assumindo na integridade as consequências dos seus atos e comissões; (4) Responsabilidade Corporativa, onde os agentes devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a longevidade, a incorporação de considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

2.2.1 PRINCIPAIS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os mecanismos de Governança Corporativa estão relacionados na forma como as empresas se relacionam com os investidores, ou seja, conforme o modo que o financiamento de capital é feito há mecanismos diferentes que são acionados. Há dois principais modelos: (1) modelo predominante nos países anglo-saxão, Estados Unidos da América e Inglaterra (*Outsider System*), (2) Modelo nipo-germânico, Alemanha e Japão (*Insider System*). Geocze (2010) defende que o modelo anglo-saxão apresenta um capital fortemente pulverizado, e com acionistas predominantemente minoritários e fora do comando da companhia. Conforme o mesmo apurou nos mercados de Outsider System, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa; além da grande dispersão, há ainda um grande papel do mercado bursátil na Economia, ativismo e grande porte de investidores institucionais e orientação no retorno para o acionista (*shareholder oriented*). Becht, Bolton, e Roell (2003), afirmam que acionistas que não possuem ativismo corporativo, incentiva o comportamento adverso dos Agentes, escancarando o Conflito de Agência; essa é a razão pela qual há uma exigência grande no pilar da transparência. Sobre o modelo de Governança Corporativa que é voltado para os bancos e grandes investidores, conhecido como Insider System, é fortemente marcado por uma concentração forte de capital. Segundo Geocze (2010), na Alemanha os cinco maiores acionistas detêm em média 40% do capital e no Japão esse percentual é de 25%; afirma ainda que no mercado Japonês há uma forte presença de investidor empresarial, pois 50% a 70% dos papéis listados no principal índice (Nikkei) são detidos por outras empresas. Nesse ambiente o risco é diminuído, pois o acionista está mais próximo das decisões da organização, as principais características desse modelo são estrutura de capital concentrada, presença de conglomerados industriais-financeiros, baixo ativismo e menor porte de investidores institucionais e forte presença de outros agentes (*stakeholder oriented*). Ainda Slheifer e Vishny (1997) afirma que os grandes investidores tendem a preocupar-se com a maximização dos seus próprios recursos no longo prazo, ao passo que os pequenos investidores e funcionários, tendem a buscar os incentivos de curto prazo dado o seu porte, logo é prudente que os pequenos investidores não aportarem recursos em empresas com grandes investidores. Segundo Geocze (2010), afirma que no mercado brasileiro os problemas de agência se agravam à medida que a empresa emite ações com direito a votos diferentes tornando (ordinária e preferencial). Os sistemas de Governança Corporativa são diferentes e cada um possui particularidades que devem ser consideradas, dentre as principais literaturas destaca-se La Porta et al. (2000) que propõe uma classificação feita com base na eficácia dos

diferentes níveis de proteção oferecida aos investidores. Porter (1992) destaca que os bancos não possuem visão imediatista, logo as empresas conseguem no modelo de *insider system* focar seus projetos no médio e longo prazo. Conforme se viu o modelo de norte-americano há uma pulverização do capital acionário para os investidores, se comparado com o modelo praticado no Brasil, tem-se uma grande concentração de capital em poucos investidores. McKinsey Company (2001) destacam características do mercado acionário: (1) concentração na mão de poucos acionistas majoritários, (2) controle familiar ou compartilhado entre poucos investidores com interesses alinhados por meio de acordo entre os acionistas e (3) existência de acionistas minoritários pouco ativos; Essas características se aproximam do modelo nipo-germânico.

2.2.2 EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL E NO MUNDO

Primeiramente é necessário diferenciar os conceitos de Conflito de Agência dos de Governança Corporativa. A teoria de Representação advém da década de 29 e teve sua discussão teórica com o trabalho de Berle e Means (1932). Essa teoria se consolidou fortemente em 1976 com a publicação do artigo “*Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*”, pela University Of Rochester. Contudo a Governança Corporativa como instrumento para mitigar o risco gerado pelo Conflito de Agência teve seu início em 1991 com a publicação do livro “*Corporate Governance*” de Robert Monks (MONKS; MINOW, 1991). Monks defendia a Governança Corporativa como um relacionamento construtivo das empresas com a sociedade e o lucro sustentável. O livro ainda traz sugestões de boas práticas e democracia Corporativa. Em 1992, o Banco Central da Inglaterra gerou um relatório que deveria nortear as regras de boas práticas de Governança. Esse trabalho fora feito a quatro mãos sendo pelo Instituto de Contadores Certificados do Reino Unido e representantes da Bolsa de Valores de Londres. O que fora conhecido como *Cadbury Code* foi publicado em respostas aos escândalos corporativos envolvendo o executivo Robert Maxwell. Em 1995 publica-se o Greenburry Report e o Hampel Report, que serviram como base de regras e práticas de Governança Corporativa para as empresas listadas na Bolsa da Inglaterra. Nesse mesmo ano foi realizado no Japão o primeiro fórum de Governança Corporativa que adaptou o código inglês para a realidade japonesa. Para o ano de 1999, houve movimentos em direção à Governança Corporativa ao longo do mundo: (a) a Alemanha cria um indicador chamado de novo mercado (Neuer Market) para a bolsa de Frankfurt, onde seriam listadas somente as ações de empresas que adotassem voluntariamente

princípios diferenciados de Governança Corporativa; (b) a França cria o Relatório Vienot que é o marco da Governança na França; (c) O código de Governança Corporativa da General Motors é publicado e é o primeiro código de preparado por uma Companhia; (d) a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) desenvolve a lista de princípios que serviu de referência para países e bancos centrais quando se trata de Governança. Em 2001, estourou o escândalo da Enron, gerando uma crise de confiança em todo o mercado; com o objetivo de restaurar a confiança perdida, os Estado Unidos da América lançaram uma série de medidas regulatórias, dentre elas destaca-se a lei Sarbanes-Oxley, em julho de 2002, que tinha como objetivo principal restaurar o equilíbrio dos mercados através de políticas e mecanismos que assegurassem a responsabilidade e a Governança sobre os atos da alta administração (SARBANES, 2002). Para o Brasil, o histórico é de companhias abertas possuem um capital nas mãos de famílias ou de pequenos grupos e também incluem investidores minoritários pouco ativos (MCKINSEY COMPANY, 2001). Geocze (2010) essas empresas fundadas na década de 40, teve sobcomando familiar até meados da década de 90 com a abertura econômica. Conforme o site do IBGC (2015), em 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), como o embrião do que é conhecido como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

No ano de 1996, ocorreu o primeiro evento público do IBCA, abrindo um ciclo de debates, sobre Conselho de Administração e Governança Corporativa; Em 1997 é aprovada a Lei 9.457, sendo essa um aprimoramento da Lei 6.404/1976 das Sociedades Anônimas e em 1998, criou-se o primeiro fundo voltado para a Governança. Em 1999 o então IBCA tornou-se IBGC, lançando assim um código de melhores práticas de Governança Corporativa, sendo o primeiro código brasileiro sobre o assunto. Finalmente em dezembro de 2000 é lançado os segmentos diferenciados da então Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) - atual BM&F BOVESPA. No ano de 2001 é criado o índice de Governança Corporativa (IGC) que tinha por objetivo medir o desempenho de uma carteira composta apenas por empresas que apresentem bons níveis de Governança. Com base no site da BM&F BOVESPA foi elaborado o quadro 1 onde se listam as principais características de cada nível, enfatizando os aspectos que são relevantes relacionados à liquidez, preservação da informação, transparência, geração de valor para o acionista no médio e longo prazo. Os aspectos dos legais, direito a voto e tratamento igualitário aos investidores também foram considerados; relacionou-se ainda as principais necessidades aos quatro pilares de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de

Governança Corporativa (IBGC, 2015); (T) Transparência, (E) Equidade, (PC) Prestação de Contas e (RC) Responsabilidade Corporativa.

QUADRO 1 - SUMÁRIO DE REGRAS POR SEGMENTO DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&F BOVESPA)

	IBGC	N1	N2	NM
Divulgação Trimestral;	T	X	X	X
Abertura da posição acionária por espécie e classe de qualquer acionista que detiver mais de 5% das ações de cada espécie e classe do capital social de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores;	T	X	X	X
As DFP's (Demonstrações Financeiras Padronizadas);	E/ P.C.	X	X	X
IAN's (Informações Anuais);	T/E	X	X	X
Realizar ao menos uma reunião pública anual com analistas e outros interessados para apresentar a sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas;	P.C.	X	X	X
Disponer os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinja os fixados no regulamento de Nível 1.	T	X	X	X
Informar sobre quaisquer negociações relativas a valores mobiliários de emissão da Companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuadas, garantindo a transparência em relação aos negócios das pessoas que possam ter acesso às informações privilegiadas.	T/P.C.	X	X	X
Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do regulamento quanto às informações que devem ser divulgadas;	P.C.	X	X	X
Divulgar, um calendário anual, no qual constem os eventos corporativos programados, tais como: assembleias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais, reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração, entre outros;	T/ P.C.	X	X	X
Manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação.	R.C.	X	X	X
Garantir esforços para alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos especiais de distribuição que podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública.	T/R.C.	X	X	X
Direito a voto caso ocorrer transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia;	E		X	X
Direito a voto caso a escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da Companhia.	E		X	X
Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Nível 2, o controlador ou a companhia, deverá fazer uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, por no mínimo o valor econômico da Companhia, determinado por empresa especializada selecionada, em assembleia geral.	E		X	X
O Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por no mínimo cinco membros, com mandato unificado de no máximo dois anos e 20% deles deve ser independente.	R.C.		X	X
Ao fim do exercício social, a empresa deverá elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade (IFRS ou US GAAP).	P.C.		X	X
As ITR's deverão ser publicadas além do padrão internacional, na língua inglesa.	E/P.C.		X	X

Continua

	Conclusão			
	IBGC	N1	N2	NM
Se tratando de oferta pública inicial de ações, os controladores e administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses.	R.C.		X	X
Identificação diferenciada dos códigos de negociação destas companhias;	R.C.		X	X
Identificação diferenciada em todos os meios de difusão da BOVESPA: painéis no Pregão, Boletim Diário de Informações e MEGA BOLSA;	T		X	X
Logotipo específico do segmento;	R.C.		X	X
Divulgação, junto à página da BOVESPA na rede mundial de computadores, de todas as informações das companhias enviadas à BOVESPA;	T		X	X
Ampla divulgação, aos investidores nacionais e estrangeiros, sobre a adesão das empresas ao Nível.	T/P.C.		X	X
Participação das ações das empresas no IGC – índice de ações com Governança Corporativa diferenciada.	R.C.		X	X
A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, nas quais todos os acionistas tem o direito de voto;	E			X

Legenda: T – Transparência. E – Equidade. PC - Prestação de Contas. RC - Responsabilidade Corporativa
Fonte: Do autor.

De acordo com o Quadro 1, essa dissertação preocupou-se em separar os quatro pilares do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e fez-se uma relação entre quais níveis de Governança da BM&F Bovespa atendem para cada um dos pilares, conforme se vê todos os quatro pilares do IBGC (transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade Corporativa) são atendidos, para todos os níveis de Governança com exceção do pilar da equidade que se mostrou ser atendida de maneira fraca no Nível 1 (N1) da BM&F BOVESPA, pois apenas satisfaz na padronização das Demonstrações Financeiras, o único segmento que gera igualdade entre os acionistas é o Novo Mercado, pois no mesmo todos têm direito a voto de maneira única. A BM&F BOVESPA (2015) traz em seu *website* um quadro resumido demonstrando as principais diferenças entre os principais segmentos de classificação do mercado acionário seja nível 1, nível 2, novo mercado ou o segmento tradicional. Abaixo é representado no Quadro 2 com as classificações e as exigências segmentadas:

QUADRO 2 - COMPARAÇÃO ENTRE OS SEGMENTOS E MERCADOS DA BM&F BOVESPA

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA (2015).

O fator de destaque no Quadro 2 é a Câmara de Arbitragem de Mercado, pois a mesma corrobora a premissa de controles ligados a Governança Corporativa de forma externa, ou seja, fora da própria organização. O Conselho de Administração e as Demonstrações Financeiras Anuais em padrão internacional atendem aos princípios de transparência e prestação de contas e são considerados mecanismos de Governança Corporativa Interna às Organizações. Pelo referencial teórico feito através da revisão de literatura encontrou-se relação entre Governança Corporativa, melhores práticas e a diminuição do conflito de agência; por consequência ocorrência da redução da Volatilidade dos preços ao longo do período.

2.2.3 MECANISMOS INTERNOS E EXTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa é estabelecida como um conjunto de mecanismos e controles que buscam condicionar a vontade do agente aos interesses do principal. Conforme Andrade e Rossetti (2011), os principais mecanismos de Governança Corporativa podem ter

duas principais origens: natureza interna e externa à organização, Vieira e Mendes (2005) afirmam que são necessários mecanismos de controles seja ele de origem interna ou externa para garantir que o agente cumpra os desejos do principal.

Neste caso, o conflito potencial é entre acionistas que detêm majoritariamente as ações de controle e os demais, que embora proprietários, não têm o direito de participar ativamente da gestão. As assimetrias podem levar a expropriação dos minoritários. Em contraposição a estas questões chave estabelecem-se forças de controle, que buscam harmonizar os interesses em jogo. Estas forças tanto podem ser externas, quanto internas. (ANDRADE; ROSSETTI, 2011, p. 453)

Akerlof (1970), em seu trabalho sobre o mercado automobilístico nos EUA, descobriu que empresas cooperadas têm controles internos e externos de Governança Corporativa e descobriu que com melhores práticas, as empresas possuem menores custos de capital, melhores valorização dos preços dos papéis e menor variação dos preços. O Banco Central do Brasil (2003), em seu estudo sobre Cooperativas definiu a Governança Corporativa como um conjunto de mecanismos e controles internos e externos que permite aos cooperados definirem e assegurarem a execução dos objetivos da Cooperativa.

2.2.3.1 Mecanismos externos de GC

Os mecanismos externos de Governança Corporativa são controles, regulações e leis que são impostas ou aderidas pela empresa, sendo que essa não detém controle sobre tais mecanismos, na prática esses mecanismos de controle se revelam através de código de boas práticas, legislação para companhias abertas e nível de exigência por parte dos órgãos de controle sobre o mercado acionário; logo quando se falar de mecanismos externos de Governança entende-se que a empresa não possui controle sobre tais mecanismos. Conforme Andrade e Rossetti (2011) destaca entre as forças externas de Governança Corporativa: (1) definição de mecanismos regulatórios, que incluem regras de proteção dos investidores, compromissos ampliados das corporações e níveis de *enforcement* para sua efetiva adoção; (2) os padrões contábeis exigidos das companhias; (3) o controle pelo mercado de capitais; (4) as pressões dos mercados de atuação das companhias; e (5) o ativismo de investidores. Rogers (2006) define dentre os mecanismos de Governança Corporativa Externos as legislações e normas com destaque para a Lei 10.303/2011 que introduzia uma reforma na lei da S.A. para proteger os minoritários, demais códigos de melhores práticas de Governança também receberam destaques por parte do autor, tais como: códigos de boas práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Associação Nacional

dos Bancos de Investimentos (ANBID) e do Fundo de pensão do Banco do Brasil (PREVI), além disso destaca-se também as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CMV) sobre melhores práticas de Governança Corporativa. O passo mais importante para a melhoria de mecanismos de controles externos de Governança foi a criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa em julho de 2000, ao instituir os níveis 1, 2 e Novo Mercado, a Bolsa de Valores deu um sinal claro de que o controle externo é necessário. Essa tese é defendida por Comerlato, Terra e Braga (2002), Sour (2002), Coutinho, Oliveira e Motta (2003), Carvalho (2003), Lima e Terra (2004), Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Alencar e Lopes (2005), Rogers, Ribeiro e Sousa (2005a; 2005b), Lameira, Ness Jr. e da Motta (2005), Caselani e Eid Jr. (2005), Lameira, Ness Jr e Soares (2005). Logo se denota a importância desse fator para o controle externo de Governança Corporativa. Os padrões de Demonstração Contábeis acurados é outro mecanismo externo que é citado como importante por Giambiasi, Pastoriza e Bergamini Junior (2002), Dantas, Zendersky e Niyama (2004), Rodrigues, Silveira e Silveira (2004), Leal e Silva (2004). Já o ambiente regulatório e legal propício foi defendido por diversos autores: Silveira, Perobelli e Barros (2008), Gorga (2004), Rodrigues (2004) e Vieira e Corrêa (2002). Há fatores macroeconômicos que influenciam nas práticas de Governança e são externas à empresa, conforme se vê no quadro abaixo elaborado pelo autor, onde apresenta-se os principais fatores macroeconômicos, as teorias a qual pertencem e finalmente os principais autores que corroboram as teorias apresentadas:

QUADRO 3 - EVIDÊNCIAS SOBRE FATORES EXTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Teoria	Variável	Pesquisas e Evidências empíricas
Financista	Taxa de Câmbio	Dornbusch e Fisher (1980), Phylaktis e Ravazzolo (2005), Ramasamy e Yeung (2005), Fang (2002), Jefferis e Okeahalam (2000).
Financista	Taxa de Juros	Smirlock e Yawitz (1985), Gonçalves Jr. e Eid Jr. (2007), Tabak e Tabata (2004).

Fonte: Do autor.

Para a taxa de câmbio a ideia principal de que os mercados de ações e de câmbio estão interligados é proposta por Dornbusch e Fisher (1980) no qual propõem que uma mudança no comportamento do mercado de câmbio afeta a competitividade internacional das empresas locais impactando assim por consequência os preços das ações.

Dado que os mercados estão integrados, mudanças de capitais especulativos em direção aos países emergentes, ao serem convertidos em moeda local, têm impacto no valor

da taxa de câmbio. Fazendo a relação entre taxa de câmbio e variação dos preços das ações Phylaktis e Ravazzolo (2005) estudando as relações, de curto e longo prazo, entre preços de ações e taxas de câmbio constataram que os choques externos têm impacto nos mercados pesquisados, encontrando uma relação positiva entre ações e câmbio para os países asiáticos.

Ramasamy e Yeung (2005), utilizando uma abordagem padrão de Granger-causa para os países asiáticos, mostram a existência deste efeito para dois dos nove países analisados, e que a direção da causalidade muda conforme a época do estudo. Esse último estudo corrobora não somente a hipótese que a taxa de câmbio impacta na Volatilidade como também mostra que a Volatilidade está associada à crise.

Fang (2002) em seu trabalho considerou que as taxas de câmbio podem influenciar os preços das ações. Os resultados mostraram que a depreciação da moeda afeta negativamente os retornos das ações e aumentou a Volatilidade do mercado durante o período das crises asiáticas (1997-1999), em testes empíricos para os preços reais das ações e a taxa de câmbio para a África do Sul, Jefferis e Okeahalam (2000) obtiveram resultado diferente testes empíricos de Fang (2002) para a mesma África do Sul, os resultados mostraram que os preços reais das ações são positivamente correlacionados com a taxa de câmbio real. A lógica é que a apreciação do câmbio incrementa o lucro em relação aos seus competidores estrangeiros, Resultando em um incremento sobre os seus lucros e por consequência sobre os preços de suas ações gerando aumento geral dos preços dos papéis.

Gonçalves Jr. e Eid Jr. (2007), realizaram estudo de evento com dados entre 1998 e 2002, em que as variações do Ibovespa foram comparadas com as decisões do COPOM. Segundo os autores não há variação significativa no Ibovespa em relação às alterações das metas, demonstrando assim a capacidade do mercado em antecipar-se às decisões do COPOM. Quando essa política é adversa os autores encontraram que um aumento percentual não esperado na taxa básica de juros está relacionado à queda de 1,3% no índice Bovespa.

Smirlock e Yawitz (1985), em seus estudos para o mercado norte-americano, verificaram como aumentos nas taxas de redesconto reduziram os retornos calculados pelo índice Dow Jones em 1979, concluindo que um aumento na taxa de juros reduz o retorno sobre o indicador estudado. Tabak e Tabata (2004) realizaram um estudo semelhante para o Brasil entre os anos de 1996 e 2003, utilizando como taxa básica de juros a Selic e como indicador da Bolsa de Valores o Ibovespa. Os autores não encontraram evidências de que as ações respondam a estímulos da política monetária, medindo-se pelas mudanças na meta da taxa básica de juro do Banco Central.

2.2.3.2 Mecanismos internos de governança

Entende-se por mecanismos internos de Governança Corporativa todos os processos e códigos que validam e garantem a mitigação dos riscos e que estão no controle da companhia. Andrade e Rossetti (2011) classificam como principais medidas de controles internos da organização: (1) a concentração da propriedade acionária; (2) a constituição de Conselhos de Administração; (3) a definição de modelos de remuneração para os gestores; (4) o monitoramento compartilhado da companhia com outros grupos de interesse; e (5) as estruturas multidivisionais de negócios. Destacam-se também nessa categoria de mecanismos internos os indicadores de desempenho que a companhia tem controle. A revisão de literatura em artigos e publicações, destacam as variáveis contábeis. Os indicadores contábeis de geração de valor para a Companhia é um fator que influencia a Volatilidade do papel de forma positiva e inversa; quanto mais valor for gerado dentro das transações menor será a Volatilidade dentro do período. Dentre os autores que seguem essa linha de pensamento temos Ohlson (1995) concluindo que há uma grande relação entre o lucro contábil e o preço das ações, a partir da constatação de que o valor de uma empresa é dado pelo valor contábil do patrimônio líquido acrescido do valor presente dos lucros. Já Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) apresentam evidências empíricas da relação entre preço das ações e lucros divulgados. Opondo-se a esta linha de raciocínio Hendriksen e Van Breda (1999) verifica que os preços das ações são impactados por outros fatores, fazendo com que a correlação entre lucro contábil e o preço não seja perfeita. Os indicadores contábeis são primordiais e tem grande impacto na Volatilidade, para tal, Perez Jr. e Begalli (1999), afirmam que a análise via índices econômico-financeiros é um dos principais meios para avaliação dos desempenhos passados, presentes e futuros, utilizando-se basicamente as contas das demonstrações contábeis. Ao passo que Bezerra e Corrar (2006) realizaram um estudo que utiliza a técnica de análise fatorial exploratória para seleção dos principais indicadores para avaliação do desempenho financeiro. Esta metodologia também é utilizada também por Carvalho e Bialoskorski Neto (2007) na análise dos indicadores contábeis que mais influenciavam o desempenho financeiro de cooperativas. Segundo Gitman (2004) os índices financeiros podem ser separados em quatro grupos ou categorias básicas:

- a) Índices de liquidez;
- b) Índices de atividade;
- c) Índices de endividamento;
- d) Índices de lucratividade.

Essa classificação sugerida por Gitman (2004) estabelece que as categorizações dos índices devem ser elaboradas com base no objetivo e profundidade que o analista necessita. Backes et al. (2009) em seu trabalho analisou pelo método de análise fatorial quais eram os principais fatores que impactam na análise técnica e concluiu que os índices de rentabilidade, retorno (todos), liquidez e grau de alavancagem financeira foram os mais significativos estatisticamente na avaliação de desempenho para avaliação do desempenho financeiro das organizações observadas.

Segundo Goulart, Lima e Gregório (2006), a Bovespa coleta, organiza e divulga uma série de informações sobre os negócios realizados em cada padrão. Os principais indicadores referem-se a preços e volumes das ações negociadas, que traduzem a liquidez do mercado. O Índice Bovespa (Ibovespa) é o mais importante indicador do desempenho do mercado brasileiro, pois retrata o comportamento das principais ações negociadas na Bovespa. É formado a partir de uma aplicação imaginária, em reais, em uma quantidade de ações (carteira). Esse será o indicador básico da média de Volatilidade de benchmarking.

Para se entender o controle acionário, é necessário buscar a definição de acionista segundo o IBGC: acionista são os proprietários da organização, na proporção a que detém do capital. O próprio Manual tem enxergado o controle acionário das organizações sob diversas ópticas. Conforme o código de melhores práticas do IBGC (2009), o controle acionário está ligado ao princípio da equidade e deve prezar pelo justo tratamento aos sócios, mostrando inaceitável qualquer política que conceda privilégios ao acionista controlador. Segundo o Código é mais que importante que o controle e a transferência seja feita de maneira segura e transparente. Sousa e Galdi (2013) verificaram uma relação inversa entre controle acionário e a qualidade do lucro, logo quanto mais pulverizado é o capital há de se entender que melhor será a qualidade do resultado financeiro, partindo da premissa que se a empresa é boa pagadora e gera lucros com boa qualidade, o investidor médio não irá se desfazer de tal ativo em detrimento a outro. Dessa forma a relação é negativa entre concentração acionária e Volatilidade, quanto maior a concentração acionária pior a qualidade do lucro ofertado e maior a Volatilidade desse papel. Para mensurar tal indicador utilizaram-se os dados da Bovespa e uma variável *dummy*: caso a concentração acionária esteja acima de 3% a *dummy* assume valor positivo e zero caso contrário.

De acordo com o IBGC (2010) a estrutura que pode levar às melhores práticas há Conselho Fiscal, independente e subordinado somente aos acionistas, Conselho de Administração que engloba os comitês de Auditoria, os demais comitês e elegem o CEO.

Embaixo do Comitê de Auditoria está a Auditoria Interna e Externa. Nesse modelo sugerido, as auditorias estão em pares com o CEO e os diretores, o que lhe confere autoridade inclusive para auditar os atos do corpo administrativo da empresa. Ainda segundo o IBGC (2010) as ações deliberativas dos Conselhos de Administração e Fiscal é preciso entender que a Independência dos mesmos em suas ações tem relações diretas com o princípio da prestação de contas e da transparência. O Conselho Fiscal tem de ser um órgão de controle independente da administração e que agregue valor à organização através da sua atuação. As principais competências são: (1) fiscalizar e verificar os atos administrativos e garantir o cumprimento dos deveres legais e estatutários, (2) opinar sobre o Relatório Anual da Administração (R.A.), (3) opinar sobre as propostas dos Administradores, sobre o controle de capital, distribuição de dividendos, (4) Análise do balancete e das demais DF's elaboradas periodicamente pela companhia.

Para uma organização é necessário ter um conselho fiscal sólido e independente da organização, de forma a garantir uma menor assimetria de informação, equidade e transparência nas ações. Lamb (2002) afirma que o papel do conselho fiscal vai além das simples atribuições previstas na legislação, sobretudo, nas que estão intrínsecas, como: controle e acompanhamento dos controles internos, planejamento estratégico e orçamentário já que faz parte do sistema de controle e fiscalização. Dessa afirmação de Lamb (2002), entende-se que o conselho tem um papel vital nos controles internos, diretrizes e planejamento. As decisões tuteladas por esse conselho têm um impacto direto na garantia da fidedignidade das informações, controle e transparência nas ações, sendo assim, pode-se afirmar que os preços tendem a se comportar no mercado de forma regular quanto mais diversificado for o conselho menor será a Volatilidade dos preços medidos no mercado. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2002) A independência do Conselho Fiscal é medida pela qualidade técnica do seu trabalho, origem dos seus membros e o seu tamanho: (a) sobre a qualidade técnica diz respeito à formação e experiência curricular dos membros que compõem o conselho é um diferencial na qualidade técnica das demonstrações; (b) Os membros não podem ter quaisquer relação com os membros do conselho de Administração ou mesmo terem sido CEO's da Empresa. Além disso, a CVM institui que o Conselho tem de ter no mínimo 3 e no máximo 5 conselheiros.

A Circular da CVM defende ainda que os detentores de ações ON e PN devem eleger um número igual de conselheiros e que o sócio controlador pode eleger o membro que sobraria, contudo, as regras de boas práticas Corporativas defendem que o mesmo deve abrir

mão da indicação em nome da eleição por voto direto em assembleia geral; La Porta et al. (1998) defende que a eleição do Conselho é um ato de proteção ao acionista.

O Conselho de Administração, igualmente exige que independência e atuação competente, segundo Jensen (1993) a função principal do mesmo é ser a interface entre os Acionistas e os administradores da empresa, já a CVM (2002) diz que o Conselho de Administração tem como função principal a atuação de forma a proteger o patrimônio da empresa e orientara diretoria a fim de maximizar o retorno sobre o capital, Chen e Liu (2010) defendem que o Conselho de Administração deve atuar como mecanismo de redução do Conflito de Agência. Dessa forma o Conselho tem de ser analisado em 2 âmbitos diferentes: (1) Independência e (2) Atuação. Em relação à independência devem ser observados: (a) Tamanho do Conselho, (b) Percentual de Diretores internos, (c) Segregação do CEO e do Presidente do Conselho Chairman, (d) não participação de ex-CEO's, (e) Porcentual de ações detidas pelos Diretores da empresa, (f) Membros do Conselho com mandato unificado de 1 ano com a possibilidade de uma única reeleição.

Chen e Liu (2010) em pesquisas com empresas do mercado asiático verificou que desde 2002 empresas que desejassem fazer oferta pública de ações deveriam ter bem clara a separação entre a figura do CEO da figura do Presidente do Conselho de Administração. Pela CVM (2002), o recomendado é que se tenha entre 5 a 9 conselheiros, pois dessa forma garante a representatividade total da empresa, O IBGC (2010), recomenda um número mínimo de 6 membros e no máximo 15, trazendo assim maior representatividade, indo na contramão de Conselhos de Administração grandes Jensen (1993), afirma que o conselho tem de ser enxuto e pequeno para conferir maior dinamismo das ações na administração. Silveira (2004) afirma que quanto mais ativo e independente for o Conselho, melhor será sua atuação e melhor será o nível de Governança Corporativa e em consequência menor será a Volatilidade.

A CVM (2002) recomenda que o Conselho de Administração seja composto por conselheiros independentes. Nessa linha o IBGC (2010) faz uma diferenciação bem grande para os conselheiros: (1) Conselheiro Interno: diretores e funcionários que podem influenciar no processo decisório; (2) Conselheiro Externo dependente: São pessoas que não estão ligadas de alguma forma à administração atual, contudo já estiveram em posições que influenciaram as ações dentro da companhia e por fim; (3) Conselheiro Independente: profissional com competência técnica que não tem relação alguma com a empresa. Em seu relatório o IBGC (2010) traz uma série de impeditivos que impedem o profissional de ser conselheiro: (1) não

ter vínculo com a organização, exceto se for uma participação pequena no capital da empresa; (2) ser Sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante; (3) ter sido empregado ou diretor da empresa, ou de suas subsidiárias há pelo menos três anos; (4) ser ou ter sido, há pelo menos três anos conselheiro de controlada; (5) estar vinculado por acordos de acionistas; (6) ser fornecedor ou cliente relevante da empresa; (7) ser cônjuge ou parente de segundo grau de membro da administração da empresa; (8) ser ou ter sido, há pelo menos três anos, sócio de firma de auditoria que audite ou que tenha auditado nos últimos três anos a empresa; (9) ser membro de Organização não Governamental que receba recursos significativos da companhia; (10) receber outra remuneração da administração além dos honorários como conselheiro; (11) depender da remuneração da empresa; (12) ser dependente do CEO. Sobre o quesito competência não há muitos estudos que relacionem a competência às melhores práticas de Governança Corporativa, Bekiris e Doukakis (2011), em seu estudo elencam quais variáveis devem ser consideradas para mensurar a competência de agir do Conselho de Administração: (1) a empresa possui um comitê de nomeação da diretoria. (2) esse comitê deve ser presidido pelo presidente do Conselho; (3) existência de conselheiros externos para o Conselho de Administração; (4) comparecimento dos membros à pelo menos 75% das reuniões; (5) políticas de Governança Corporativa amplamente divulgadas; (6) Código de ética divulgado publicamente; (7) número de vezes que os membros externos do Conselho de Administração se reuniram sem a presença do CEO. Após a revisão de literatura vista acima é entendido por essa dissertação que se o Conselho de Administração consegue realizar sua função com competência e independência, isso faz com que se tenha uma melhora significativa nas práticas de Governança Corporativa e por consequência diminuição dos indicadores de Volatilidade, pois o acionista médio irá preferir manter um papel com boas práticas de gestão Corporativa a vendê-lo.

A Transparência traz a ideia que quanto maior a redução de assimetria de informação, menor será a variação da mesma ao longo do período, seguindo essa linha Diamond e Verrecchia (1991) demonstra que, a redução da assimetria de informação através da divulgação de informações por parte da empresa pode reduzir seu custo de capital, ao atrair uma maior demanda por parte dos grandes investidores com o aumento na liquidez de suas ações. Estudos argumentam que as empresas que adotam maior nível de transparência, refletida em melhores classificações de analistas por boas práticas: menor custo de capital (BOTOSAN, 1997); menor custo de endividamento (SENGUPTA, 1998); a transparência afeta, positivamente, a Governança Corporativa, reduzindo, os problemas de agência entre

acionistas e administradores. (BUSHMAN; SMITH, 2001). Por fim, Rodrigues (1999) fez um estudo em que, analisou a evolução de 31 empresas brasileiras que emitiram *American Deposits Receipts* - ADRs. Durante o período de um ano antes e um ano após a época da listagem. A pesquisa em questão analisou os retornos, a liquidez, o volume e a Volatilidade da negociação das ações da amostra no mercado brasileiro.

Os resultados obtidos indicam que após a listagem, houve redução da Volatilidade e o aumento da liquidez e do volume relativo, esse estudo corrobora com a teórica proposta para essa variável que a evidenciação tem um efeito negativo na Volatilidade.

Martinez e Reis (2010) em sua pesquisa sobre Transparência buscou verificar se o rodízio de auditoria é eficaz no quesito da preservação da independência do auditor e o impacto nas demonstrações e conseqüentemente no resultado, com 968 companhias no período entre 1997 e 2007, utilizou-se quatro variáveis binárias sendo a (1) primeira se a auditoria foi praticada por uma *Big Four*; (2) a segunda variável binária diz respeito à troca da empresa de auditoria considerando *dummy* ativa quando a troca não fora obrigatória e nula se a troca fora imposta por norma CVM; (3) a terceira variável é se o Parecer foi sem ressalva ou não; (4) Por fim a variável tempo de relacionamento com a empresa de auditoria.

Dessa pesquisa concluíram que melhores níveis de transparências melhoram a Volatilidade do processo. Leuz e Wysocki (2008) afirmam em seu estudo que maior transparência na demonstração financeira traz um nivelamento entre os agentes do mercado - esse é para o IBGC o pilar da Equidade da informação.

Isso ocorre com dois fatores principais, o primeiro diz respeito ao custo de se obter informação não publica dado que há uma informação já divulgada e o segundo argumento diz respeito ao valor da empresa reduzindo assim a vantagem informacional que os investidores que estão no cotidiano do negócio teriam.

QUADRO 4 - EVIDÊNCIAS SOBRE FATORES INTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Teoria	Variável	Pesquisas e Evidências empíricas
Desempenho Contábil Teoria de Agência	Indicadores Contábeis Concentração Acionária	Ohlson (1995), Ball e Brown (1968), Hendriksen e Van Breda (1999), Perez Jr. e Begalli (1999), Bezerra e Corrar (2006), Bialoskorski Neto (2007), Gitman (2004), Backes et al. (2009), Goulart, Lima e Gregório (2006), Lamb (2002). Sousa e Galdi (2013), IBGC (2009).
Teoria de Agência	Independência do Conselho Fiscal e de Auditoria	IBGC (2009), Lamb (2002), CVM (2002), La Porta et al. (1998).

Continua

Conclusão

Teoria	Variável	Pesquisas e Evidências empíricas
Teoria de Agência	Independência do Conselho de Administração e de Remuneração	Jensen (1993), CVM (2002), Chen e Liu (2010), IBGC (2010), Silveira (2004), Bekiris e Doukakis (2011)
Teoria de Agência	Transparência	Diamond e Verrecchia (1991), Botosan (1997), Sengupta (1998), Bushman e Smith (2001), Rodrigues (1999), Hendriksen e Van Breda (1999), Martinez (2001), Iudícibus (2010), Martinez e Reis (2010), Leuz e Wysocki (2008).

Fonte: Do autor.

Conforme se observa no Quadro 4 a Governança Corporativa possui mecanismos internos que são vitais para as empresas e para o mercado e devem caminhar para a obtenção de melhores práticas de Governança Corporativa. Para essa dissertação será utilizada como parâmetro principal o trabalho de Leal, Silva e Iervolino (2015), em seu trabalho tratava de mensurar a evolução dos mecanismos de Governança Corporativa ao longo de dez anos, para tal se construiu um indicador chamado de *Brazilian Corporate Governance Index (Brazilian CGI)*.

A construção do indicador fora feita baseada nos quatro pilares de Governança Corporativa do IBGC (evidenciação, extensão de direitos aos minoritários, conselhos e ética e conflito de interesses), para cada um dos pilares criou-se perguntas chaves e atribui-se variáveis *dummies*. O Quadro 5 apresenta os itens dos indicadores utilizado pelos autores.

QUADRO 5 - BRAZILLIAN CORPORATE GOVERNANCE INDEX (BCGI)

Questão	Respostas e critério de pontuação.
Evidenciação	
1. A Companhia possui documento público que incluem informações sobre as políticas e os mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflito de interesse e/ou transações com partes relacionadas?	Verificar se o FR, código de ética ou código de conduta corporativo. A pontuação é: 0 se a empresa não divulga essas informações; 0.5 se a empresa revela algo sobre; 1 Se a empresa estabelecer a Câmara de Arbitragem da CVM para resolução de conflitos
2. A Companhia evidencia informações sobre o montante pago à diretorias e membros do conselho, separando o total pago por diretoria e conselhos e segregando o total pago em proporções fixas e variáveis?	Verifique item 13 do FR. A pontuação é: 0 se a empresa não separa conselho e gestão e remuneração fixa e variável; 0,5 se separa conselho e gestão ou fixa ou variável; 1 se separa conselho e gestão e fixa e variável.

Continua

Continuação

Questão	Respostas e critério de pontuação.
Evidenciação	
3. A empresa apresenta qualquer opinião no relatório do auditor independente nos últimos cinco anos livre de abstenção?	Apresentações devem referir-se, pelo menos, para o último trimestre do ano anterior ou no ano anterior. A pontuação é: 0 para não ; 1 para sim .
4. O <i>website</i> da Companhia possui seção de Relacionamento com Investidores contendo o Relatório Anual?	O documento deve ser claramente identificado como o Relatório Anual do ano anterior, deve estar na área de Relações com Investidores, e não pode ser o Relatório da Administração, exigida pela CVM. A pontuação é: 0 para não ; 1 para sim .
5. O website apresenta as demonstrações financeiras auditada por empresa referenciada?	Apresentações devem referir-se, pelo menos, para o último trimestre do ano anterior ou no ano anterior. A pontuação é: 0 para não ; 1 para sim .
6 Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	Verifique se o Relatório Anual e website. A informação deve ser substancial e não simplesmente descritiva da participação no conselho e estrutura de propriedade. A pontuação é: 0 para não ; 1 para sim .
Composição do Conselho e Funcionamento	
7. O Presidente do Conselho de Administração, e o CEO são pessoas diferentes?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.
8. A empresa tem comitês relatados na informação pública, como a Carta Corporativa, relatório anual, website, FR?	Instituições Financeiras devem manter um comitê de auditoria em consonância com o regulamento do Banco Central e não contam como ponto positivo. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.
9. O Conselho de Administração é formado somente por conselheiros externos, com exceção do CEO?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se houver gestores, incluindo o CEO; 1 caso contrário.
10. O tamanho do Conselho está entre 5 e 11 membros, tal como recomendado pelo Código IBGC das Melhores Práticas?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.
11. Os membros do conselho servem um ou dois anos de mandatos consecutivos, como recomendado pelo Código IBGC das Melhores Práticas?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.
Ética e Conflito de Interesse	
12. O percentual de ações não-votantes no total do Capital Social é menor que 20%?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.
13. O percentual de ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o total de percentual de todas as ações conjuntamente?	Verifique o código de funcionamento e os estatutos da empresa e dos acionistas. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.
14. Os empréstimos ao acionista controlador ou outras partes relacionadas proibido no contrato de fretamento empresa ou acionistas?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.

Conclusão

Ética e Conflito de Interesse	
Questão	Respostas e critério de pontuação.
15. O Contrato Social prevê a participação dos acionistas nas assembleias gerais por não exigir o envio prévio de documentação que comprove a condição de acionista e a adoção dos princípios de boas práticas?	Verificar o Contrato Social, a pontuação será: 0 se a companhia exige comprovação de sócio cotista e não adota regras de boas práticas; 0,5 se a companhia exige comprovação de sócio cotista ou não adota regras de boas práticas; 1 se a resposta é sim.
Direito dos Acionistas	
16. Ao menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira: a) A Companhia concede 1 voto para cada ação, b) A Companhia concede direito a votos para acionistas não votantes em decisões de grandes impactos.	Verificar o Contrato. A pontuação é: 0 se acionistas sem direito a voto não votam; 0,5 a empresa concede o direito de voto às ações sem direito a voto nas decisões impacto maior ou se a empresa possui apenas ações com direito a voto, mas apresenta limites de voto por acionista ou golden shares; 1 caso contrário.
17. A empresa conceder direitos de oferta obrigatória, além do que é legalmente exigido?	A pontuação é: 0 se não oferece direitos além dos obrigatórios; 0,5 se oferece direitos de ofertas além do requerido para votantes e não-votantes, mas não para ambos; 1 se oferece direitos de ofertas além do requerido para votantes e não-votantes, para ambos
18. O controle da Companhia é direto?	A pontuação é: 1 se a acionista controladora direta é um indivíduo, investidor institucional, entidade estrangeira, 0,5 se a acionista controladora é o Estado ou fundo de pensão estatal; 0 caso seja o Estado.
19. O Acordo de Acionistas restringe aos conselheiros de dirigir ou nomear quaisquer membros do o direito de voto de qualquer membro do conselho, ou de nomear qualquer gerente sênior?	Verifique o FR e acordos de acionistas. A pontuação é 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim
20. O <i>free-float</i> é igual ou maior que 25% conforme requerido pelo segmento de Novo Mercado da BM&FBovespa?	Verifique o FR e acordos de acionistas. A pontuação é 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim

Fonte: Adaptado de Leal, Silva e Iervolino (2015).

Utilizando-se de Formulário de Referências, Relatórios de Administração, Atas de Conselho Fiscal e de Administração e *homepage* do setor de Relacionamento com Investidores os autores propuseram vinte questões que buscam ao longo de uma década encontrar resultados totalmente verificáveis do que ocorre efetivamente com os quatro pilares de Governança e não o que é declarado pelas companhias dentro da área de Relacionamento com Investidores. Como conclusão verificaram que na média o cumprimento dos pilares de Governança é de apenas 58% do que é efetivamente declarado.

3 METODOLOGIA

Nesse capítulo apresentaremos: o campo de estudo, as definições das variáveis utilizadas, os modelos utilizados, as hipóteses esperadas para cada variável e as limitações da pesquisa.

3.1. CAMPO DE ESTUDO

O objeto de estudo parte do pressuposto que empresas com maiores níveis de Governança Corporativa têm melhores resultados e menores Volatilidade. Partindo dessa premissa utilizou-se como parâmetro o principal indicador do mercado brasileiro que é o Índice Bovespa (BM&F Bovespa) que é o indicador de maior representatividade, composto de ações 62 papéis dentre ações Ordinárias e Preferenciais Nominativas sendo 20 ações Preferenciais e 42 ações Ordinárias.

O corte utilizado para obter o índice que compõem tais ações é o vigente entre janeiro a abril do ano de 2015. A pesquisa foi realizada entre Junho de 2010 a Junho de 2015, perfazendo cinco anos com dados trimestrais de empresas com papéis que compõem o índice Bovespa do tipo Ordinárias Nominativas (ON), totalizando 1.272 observações empresas-trimestre para o período perfazendo 53 companhias.

Os dados relativos às informações financeiras foram obtidos através do software Economática® e dos sítios da BM&F Bovespa, FIESP (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo), IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa); para informações referentes à independência, autonomia e transparência foram consultados os sítios institucionais das empresas extraindo-se tais informações dos relatórios de Administração e dos Conselhos.

3.2. DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Segundo Marconi e Lakatos (2003), para os casos em que o tema é apresentado como problema ou indagação, a delimitação da pesquisa serve para manter o pesquisador dentro do tema e objetivo proposto na dissertação. Gil (2002) defende que a limitação do problema deve deixar clara a delimitação para garantir a profundidade da pesquisa.

Dentre o universo de empresas dispostas na BM&FBovespa, selecionou como indicador mais significativo do mercado brasileiro as 62 empresas que compõem o índice Bovespa entre o período de janeiro a abril de 2016, desse total cerca de 69% estão no Novo Mercado, 28% dentro do Nível 1 e 3% dentro do Nível 2.

Desse número de companhias selecionou-se apenas as empresas com o tipo de ação Ordinária Nominativa que totaliza 81,15% do peso do indicador da BM&F Bovespa. A pesquisa foi realizada com 53 papéis de 49 empresas de capital aberto da BM&F Bovespa com dados de retornos trimestrais coletados do software Economática® e do sítio da Comissão de Valores Mobiliários - CVM. O critério de escolha foi a empresa ser parte do Ibovespa e estar na carteira inicial do principal índice de Governança Corporativa (IGC), conforme afirma Geocze (2010, p. 8): “Um dos mais importantes passos dados no país em busca de uma melhor Governança, foi o lançamento oficial em dezembro de 2000 dos segmentos diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)”. O período de estudo compreendeu o período de junho de 2010 a junho de 2015. O Quadro 6 apresenta as empresas analisadas no estudo.

QUADRO 6 - RELAÇÃO DE AÇÕES ANALISADAS

COMPANHIA	SEGMENTO	SIGLA
AMBEV S/A	NM	ABEV3
BBSEGURIDADE	NM	BBSE3
BMFBOVESPA	NM	BVMF3
BR MALLS PAR	NM	BRML3
BRADESCO	N1	BBDC3
BRASIL	NM	BBAS3
BRF AS	NM	BRFS3
CCR AS	NM	CCRO3
CETIP	NM	CTIP3
CIA HERING	NM	HGTX3
CIELO	NM	CIEL3
COSAN	NM	CSAN3
CPFL ENERGIA	NM	CPFE3
CYRELA REALT	NM	CYRE3
ECORODOVIAS	NM	ECOR3
HYPERMARCAS	NM	HYPE3
JBS	NM	JBSS3
KROTON	NM	KROT3
LOCALIZA	NM	RENT3

Continua

		Conclusão
COMPANHIA	SEGMENTO	SIGLA
LOJAS RENNER	NM	LREN3
MARFRIG	NM	MRFG3
MRV	NM	MRVE3
MULTIPLAN	N2	MULT3
NATURA	NM	NATU3
OI	N1	OIBR3
PETROBRAS	NM	PETR3
QUALICORP	NM	QUAL3
RAIADROGASIL	NM	RADL3
RUMO LOG	NM	RUMO3
SABESP	NM	SBSP3
SID NACIONAL	NM	CSNA3
SMILES	NM	SMLE3
TIM PART S/A	NM	TIMP3
TRACTEBEL	NM	TBLE3
ULTRAPAR	NM	UGPA3
VALE	N1	VALE3
WEG	NM	WEGE3

Fonte: Do autor.

3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE ESTUDO

Nesta pesquisa utilizaram-se três grupos de variáveis: a variável dependente, a Volatilidade; variáveis de interesse que são os fatores impactantes de Volatilidade, ou seja, o risco não sistemático e finalmente as variáveis de controle que busca isolar a parte do risco que é impactada pelos fatores externos, ou pelo risco sistemático.

3.3.1 VARIÁVEL DEPENDENTE

Conforme revisão da seção 2, a Volatilidade tem como principal característica ser o indicador mais acurado e utilizado de risco no mercado acionário, dessa forma o risco se divide em risco sistemático e não sistemático, essa divisão do risco foi corroborada na revisão de literatura, com relação ao modelo utilizado será considerado como principal métrica o logaritmo natural dos dados de retornos quadrimestrais para medida de risco, Volatilidade. Pelo fato dos erros não terem esperança igual a zero, homogênea, considera-se os dados como heterocedástico e a revisão de literatura corrobora o modelo mais apropriado como sendo o método de regressão Generalizado Auto Regressivo com Heterocedasticidade Condicional

(em inglês GARCH) esse modelo fora utilizado por Malacrida e Yamamoto (2006), Almeida (2007), Brooks (2007), Lameira, Ness Jr. e Soares (2005) e Lameira (2012). Para cálculo da Volatilidade considerou-se o retorno percentual calculado como um logaritmo natural dos retornos entre os períodos analisados (DUTT; HUMPHERY-JENNER, 2012; GUO, KASSA E FERGUSON, 2014; PROMMIN; JUMREORNVONG; JIRAPORN, 2014; SINGH; MAKKAR, 2014). Logo, saiu-se com a seguinte forma de cálculo para a Volatilidade:

$$r_{i,t} = \ln\left(\frac{p_{i,t} - p_{i,t-1}}{p_{i,t-1}}\right) \quad (3.3.1.1)$$

Na equação 3.3.1.1, $r_{i,t}$ é o retorno trimestral calculado pela logaritmo natural da divisão dos preços de fechamento trimestrais onde, $p_{i,t-1}$ é o preço no período anterior e $p_{i,t}$ é o preço no período presente. Todos os preços foram obtidos pelo software Economática® já ajustados por proventos e dividendos entre os períodos analisados.

3.3.2 VARIÁVEIS DE CONTROLES – MECANISMOS EXTERNOS

Conforme descrito na seção 2, a Governança Corporativa tem como mitigar o conflito de agência, diminuir a assimetria informacional e garantir o valor da empresa no médio e longo prazo, fazendo com que a Volatilidade diminua ao longo dos períodos analisados. Dessa forma essa dissertação está dividida entre mecanismos de Governança Corporativa Interna e Externa à companhia conforme fora definido na revisão de literatura: mecanismos externos de Governança Corporativa; a seção a seguir apresenta o agrupamento dessas variáveis. Os dados foram obtidos através dos sites da BM&FBovespa, dos relatórios de Administração das empresas: (1) taxa de câmbio, (2) taxa de juros.

3.3.2.1 Taxa de câmbio

Entende-se que a taxa de câmbio é considerada como uma medida relevante e impactante para a Governança Corporativa como um todo, conforme se viu na seção de revisão de literatura anterior que o câmbio pode ter efeitos sobre a Volatilidade, podendo ter uma relação negativa para mercados já estabelecidos como o norte-americano, conforme fora

estudado por Phylaktis e Ravazzolo (2005) trazendo a conclusão que uma depreciação do dólar norte-americano traz uma diminuição na Volatilidade. Para essa dissertação ficou-se com a conclusão feita por Jefferis e Okeahalam (2000), em sua pesquisa para a África do Sul encontram que uma apreciação na taxa de câmbio tem diminuição na Volatilidade esse critério fora utilizado pelas características dos países mais semelhantes entre os países dos BRICS em detrimento aos Estados Unidos da América. Para efeitos de suavização e cálculo entendeu-se que a melhor medida seria utilizar a variação percentual da taxa de câmbio entre os períodos analisados, esses dados foram obtidos através do site do Banco Central do Brasil. Partindo do pressuposto que a relação é negativa, ou seja, quanto maior a apreciação da moeda local em relação ao dólar norte-americano menor será a Volatilidade.

$$\Delta TC_{i,t} = \frac{TC_{i,t} - TC_{i,t-1}}{TC_{i,t-1}} \quad (3.3.2.1)$$

3.3.2.2 Taxa de juros

Entende-se que a taxa de juros tem um impacto estrutural no mercado de ações, essa ideia é discutida e corroborada na literatura apresentada, essa dissertação acredita que a correlação entre juros e Volatilidade seja negativa e inversa, ou seja, quanto maior for a taxa de juros menor será a Volatilidade, pois os investidores médios ao perceberem uma taxa de juros maior preferirão retirar seus investimentos do mercado de ações e aportarem em títulos públicos. Essa verificação é feita por Gonçalves Jr. e Eid Jr. (2007), Smirlock e Yawitz (1985) e Tabak e Tabata (2004). Como medida de mensuração utilizou-se a variação da taxa de juros entre os períodos, conforme se vê abaixo na equação 3.2.2.2:

$$\Delta TJ_{i,t} = \frac{TJ_{i,t} - TJ_{i,t-1}}{TJ_{i,t-1}} \quad (3.3.2.2)$$

3.3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE – MECANISMOS INTERNOS

De acordo com a literatura revisada a Governança Corporativa tem como objetivo mitigar o conflito entre os agentes, reduzir a simetria informacional e garantir o valor da empresa no médio e longo prazo, fazendo dessa forma com que a Volatilidade diminua ao

longo dos períodos analisados. Seguindo a divisão feita nessa dissertação está dividida entre os mecanismos de Governança Corporativa Interna à companhia conforme fora definido na seção de revisão de literatura mecanismos internos de Governança Corporativa: (1) responsabilidade social Corporativa, (2) indicadores contábeis, (3) concentração acionária, (4) independência do conselho fiscal, independência do conselho de administração e (5) transparência a seção a seguir apresenta o agrupamento dessas variáveis, ao final utiliza-se a metodologia do *Brazilian CGI* da obra de Leal, Silva e Iervolino (2015), para que os pilares acima mencionados sejam efetivamente cobertos. Os dados foram obtidos através dos sites da BM&F BOVESPA, de relatórios de Administração das empresas e dos formulários de referências das companhias.

3.3.3.1 Indicadores contábeis

Os indicadores contábeis têm fator de influência sobre a Volatilidade do papel de forma positiva e inversa, ou seja, quanto mais valor for gerado, menor será a Volatilidade. Ohlson (1995), Ball e Brown (1968) e também Beaver (1968) apresentam evidências empíricas da relação entre preço das ações e lucros divulgados. Em oposição a esta linha de raciocínio Hendriksen e Van Breda (1999) verifica que os preços das ações são impactados por outros fatores, fazendo com que a correlação entre lucro contábil e o preço não seja perfeita. Perez Jr. e Begalli (1999), afirmam que a análise via índices econômico-financeiros é um dos principais meios para avaliação dos desempenhos passados, presentes e futuros, utilizando-se basicamente as contas das demonstrações contábeis. Gitman (2004) os índices financeiros podem ser separados em quatro grupos ou categorias básicas: (1) índices de liquidez, (2) índices de atividade, (3) índices de endividamento e (4) índices de lucratividade. Dessa forma a variável ICT terá quatro subcategorias, para que se atenda os pilares propostos pelo autor. A variável ICT_CCL atende a categoria de Liquidez e será calculada como o capital circulante líquido (AC- PC). A variável ICT_ROB atende a categoria de atividade e é obtida através da demonstração do resultado do exercício trimestralmente. A variável ICT_END será a soma dos empréstimos de curto e longo prazo da companhia em unidades de reais e atenderá ao pilar de endividamento proposto por Gitman (2004). O pilar da lucratividade está atendido pelo LAJIDA (ou EBTIDA) trimestral da companhia e será incluído também em unidades de reais. Abaixo o quadro demonstra resumidamente a variável analisada, a descrição da mesma a medida de mensuração, sua relação com a Volatilidade e por fim os autores que são referências conforme a revisão de literatura feita.

QUADRO 7 - VARIÁVEIS CONTÁBEIS

Variável	Descrição	Mensuração	Rel. da Volatilidade	Autores
ICT_CCL	Capital circulante líquido	Unidades	Positiva	Ohlson (1995), Ball e Brown (1968), Hendriksen e Van Breda (1999), Perez Jr. e Begalli (1999), Bezerra e Corrar (2006), Carvalho e Bialoskorski Neto (2007), Gitman (2004), Backes et al. (2009), Goulart, Lima e Gregório (2010), Lamb (2002).
ICT_ROB	Receita operacional bruta	Unidades	Positiva	
ICT_END	Empréstimos de curto e Exigíveis de longo prazo	Unidades	Positiva	
ICT_LJD	LAJIDA	Unidades	Positiva	

Fonte: Do autor.

$$ICT_{i,t} = \{\text{Valor calculdo nas 4 subcategorias}\} \quad (3.3.3.1)$$

3.3.4 VARIÁVEIS DE INTERESSE DE GC – MECANISMOS INTERNOS B CGI

Conforme visto as variáveis de Governança são importantes e podem ter um impacto direto na Volatilidade, para explicar tal variável baseou-se no trabalho de Leal, Silva e Iervolino (2015), nas próximas páginas, dividiu-se os quatro pilares do trabalho base utilizado e a apresentam-se as variáveis e quais os locais serão consultados dentro dos formulários de referência.

3.3.4.1 Evidenciação

Contendo seis questões esse tópico aborda evidenciação pela divulgação de informações concernentes à (1) remuneração dos membros do Conselho, (2) opinião de auditoria, (3) acesso à informações de forma clara no *site* da companhia, (4) Relatório Anual, (5) regras de boas práticas disponível na área de Relação com Investidores, (6) , a hipótese sobre esse pilar é que melhor evidenciação aumenta o valor da empresa e gera menor Volatilidade dos ativos (DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2004; KLAPPER; LOVE, 2004). Complementando os pilares a literatura traz que piores práticas de Governança Corporativa trazem maior conflito entre partes relacionadas (KOHLBECK; MAYHEW, 2010), maiores ganhos atrelados aos resultados para os executivos (HERMALIN; WEISBACH, 1991),

maiores pontos de auditorias externas (MICHAELY; SHAW, 1995); Leal e Silva (2007) aponta que a evidenciação é um dos pilares com maior impacto no direito dos acionistas e na percepção de Valor. Abaixo o quadro com as variáveis mensuradas, sua relação com a Volatilidade.

QUADRO 8 - VARIÁVEIS DE EVIDENCIAÇÃO CONFORME BRAZILLIAN CGI

VAR.	QUESTÃO	CRITÉRIO	VAR.	+/-	AUTORES
Evidenciação					
TR_C FL	1. A Companhia possui documento público que incluem informações sobre as políticas e os mecanismos para lidar com situações de conflito de interesse e/ou transações com partes relacionadas?	Verificar se o FR, código de ética ou código de conduta corporativo. A pontuação é: 0 se a empresa não divulga essas informações; 0,5 se a empresa revela algo sobre; 1 Se a empresa estabelecer a Câmara de Arbitragem da CVM para resolução de conflitos.	Variável	-	Jensen (1993), CVM (2002 p.40), Chen e Liu (2010), Bekiris e Doukakis (2011), Bekiris e Doukakis (2011), IBGC (2010), Lamb (2002), CVM (2002), La Porta et al. (1998), Hermalin e Weisbach (2003), Botosan (1997), Sengupta, (1998), Diamond e Verrecchia (1991), Bushman e Smith (1998), Martinez e Reis (2010), Correia, Louvet e Amaral (2011) e Prado (2013), Leal, Silva e Iervolino (2015).
TR_REM	2. A Companhia evidencia informações sobre o montante pago à diretorias e membros do conselho, separando o total pago por diretoria e conselhos e segregando o total pago em proporções fixas e variáveis?	Verifique item 13 do FR. A pontuação é: 0 se a empresa não separa conselho e gestão e remuneração fixa e variável; 0,5 se separa conselho e gestão ou fixa ou variável; 1 se separa conselho e gestão e fixa e variável.	Variável	-	Jensen (1993), CVM (2002 p.40), Chen e Liu (2010), Bekiris e Doukakis (2011), IBGC (2010), CVM (2002), Lamb (2002), La Porta et al. (1998), Hermalin e Weisbach (2003), Botosan (1997), Sengupta, (1998), Diamond e Verrecchia (1991), Bushman e Smith (1998), Martinez e Reis (2010), Correia, Louvet e Amaral (2011) e Prado (2013), Leal, Silva e Iervolino (2015).
TR_PRC	3. A empresa apresenta qualquer opinião no relatório do auditor independente nos últimos cinco anos livre de abstenção?	Apresentações devem referir-se, pelo menos, para o último trimestre do ano anterior ou no ano anterior. 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	Dummy	-	
TR_SRI	4. O website da Companhia possui seção de Relacionamento com Investidores contendo o Relatório Anual?	O documento deve ser claramente identificado como o Relatório Anual do ano anterior, deve estar na área de Relações com Investidores, e não pode ser o Relatório da Administração, exigida pela CVM. Se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	Dummy	-	

Continua

					Conclusão
VAR.	QUESTÃO	CRITÉRIO	VAR.	+/-	AUTORES
Evidenciação					
TR_PRI	5. O website apresenta as demonstrações financeiras auditada por empresa referenciada?	Apresentações devem referir-se, pelo menos, para o último trimestre do ano anterior ou no ano anterior. 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim	<i>Dummy</i>	-	Jensen (1993), CVM (2002 p.40), Chen e Liu (2010), Bekiris e Doukakis (2011), Bekiris e Doukakis (2011), IBGC (2010), CVM (2002), Lamb (2002), La Porta et al. (1998), Hermalin e Weisbach (2003), Botosan (1997), Sengupta, (1998), Diamond e Verrecchia (1991), Bushman e Smith (1998), Martinez e Reis (2010), Correia, Louvet e Amaral (2011) e Prado (2013), Leal, Silva e Iervolino (2015).
TR_GC	6. Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	Verifique se o Relatório Anual e website. A informação deve ser substancial e não simplesmente descritiva da participação no conselho e estrutura de propriedade. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	-	

Fonte: Do autor.

3.3.4.2 Conselho composição e funcionamento dos conselhos

Dentro dessa estrutura é demonstrado através de cinco dimensões: (a) Separação entre o Presidente executivo e o Presidente do Conselho; (b) existência do outros Comitês; (c) Participação de diretores da empresa, excluindo o Presidente executivo; (d) Tamanho do conselho entre 5 a 11 membros; (e) Mandato limitado entre 1 a 2 anos. Dentro da literatura há indicadores que conselhos maiores são mais efetivos que conselhos menores (YERMACK, 1996), tanto que o IBGC sugere como tamanho do conselho ideal entre 5 a 11 membros e mandato por no máximo dois anos; demonstrando uma relação negativa entre Volatilidade e tais indicadores. A presença de diretores dentro do conselho e a não separação entre CEO e o presidente do Conselho traz um impacto no valor da Firma e relaciona-se positivamente com a Volatilidade (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; ROSENSTEIN; WYATT, 1990), ao passo que a formação de outros comitês aumenta a transparência e eleva o valor percebido (JOHN; SENBET, 1998). Segue as questões relacionadas ao conselho.

QUADRO 9 - VARIÁVEIS DE CONSELHO CONFORME BRAZILLIAN CGI

VAR.	QUESTÃO	CRITÉRIO	VAR.	+/-	AUTORES
Composição e funcionamento do Conselho					
CA_CEO	7. O Presidente do C.A., e o CEO são pessoas diferentes?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	Prado (2013), Leal, Silva e Iervolino (2015), Rosenstein e Wyatt (1990), Yermack (1996), Agrawal e Knoeber (1996), John e Senbet (1998).
CA_OTHER	8. A empresa tem comitês relatados na informação pública, como a Carta Corporativa, relatório anual, website, FR?	Instituições Financeiras devem manter um comitê de auditoria em conformância com o regulamento do Banco Central e não contam como ponto positivo. 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	
CA_MEM	9. o C.A. é formado somente por conselheiros externos, com exceção do CEO?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	
CA_SIZE	10. O tamanho do Conselho está entre 5 e 11 membros, tal como recomendado pelo Código IBGC das Melhores Práticas?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	
CA_TIM	11. Os membros do conselho servem um ou dois anos de mandatos consecutivos, como recomendado pelo Código IBGC das Melhores Práticas?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	

Fonte: Do autor.

3.3.4.3 Ética e conflito de interesses

Dentro dessa estrutura é demonstrado quatro atributos que relacionam o conflito de interesse e ética: (i) mínimo de 20% do capital não-votante em circulação; (ii) total de capital em circulação pelo menos igual à soma do capital votante; (iii) proibição de empréstimos aos acionistas controladores ou outras partes relacionadas; (iv) adoção de boas práticas e ao princípio de boa vontade em relação aos acionistas minoritários.

QUADRO 10 - VARIÁVEIS DE ÉTICA E CONFLITOS DE INTERESSES CONFORME BRAZILLIAN CGI

VAR.	QUESTÃO	CRITÉRIO	VAR.	+/-	AUTORES
Ética e Conflito de Interesses					
EC_PR%	12. O percentual de ações não-votantes no total do Capital Social é menor que 20%?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	Leal e Silva (2007), Prado (2013), Leal, Silva e Iervolino (2015), Rosenstein e Wyatt (1990), Yermack (1996), Agrawal e Knoeber (1996), John e Senbet (1998)
EC_VTI	13. O percentual de ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o total de ações conjuntamente?	Verifique o contrato Social e o Estatuto da empresa e dos acionistas. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	
EC_RLP	14. Os empréstimos ao acionista controlador ou à outras partes relacionadas são proibido no Contrato Social, ou por acordo de Acionistas?	Verifique se o FR. A pontuação é: 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	
EC_PRP	15. O Contrato Social prevê a participação dos acionistas nas assembleias gerais sem exigir o envio prévio de documentação que comprove a condição de acionista e a adoção dos princípios de boas práticas?	Verificar o Contrato Social, a pontuação será: 0 se a companhia exige comprovação de sócio cotista e não adota regras de boas práticas; 0.5 0 se a companhia exige comprovação de sócio cotista ou não adota regras de boas práticas; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	

Fonte: Do autor.

3.3.4.4 Direitos dos acionistas

A estrutura dos direitos dos acionistas está alocada em cinco questões: (a) direito à voto igualitário entre capital votante e não votante em decisões importantes, tais como fusões e cisões; (b) clausulas mandatórias acima do que é requerido pela lei; (c) não estrutura de controles indiretos; (d) clausulas de abstenção sobre os direitos à votos de conselheiros em decisões que lhes afetem de maneira direta ou indireta; (e) *free-float* igual ou maior que 25% conforme o requerido pelo Novo Mercado. A revisão da literatura revela que as ampliações dos direitos aos acionistas minoritários trazem melhor valor para a empresa e revelam uma menor Volatilidade dentro do mercado acionário (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2003; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2002; SILVA, 2011). Abaixo o quadro com as questões relacionadas aos direitos dos acionistas.

QUADRO 11 - VARIÁVEIS DE DIREITOS AOS ACIONISTAS CONFORME BRAZILLIAN CGI

VAR.	QUESTÃO	CRITÉRIO	VAR.	+/-	AUTORES
Direito aos Acionistas					
SR_VTG	16. Ao menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira: a) A Companhia concede 1 voto para cada ação, b) A Companhia concede direito a votos para acionistas não votantes em decisões de grandes impactos.	Verificar o Contrato. A pontuação é: 0 se acionistas sem direito a voto não votam; 0,5 a empresa concede o direito de voto às ações sem direito a voto nas decisões impacto maior ou se a empresa possui apenas ações com direito a voto, mas apresenta limites de voto por acionista ou golden shares; 1 se não permanecer os dois.	<i>Variável</i>	+	Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1998, 1999, 2000, 2002), e Claessens, Djankov e Lang (2002), Leal, e Bortolon (2009), Leal e Silva (2007).
SR_BR	17. A empresa conceder direitos de oferta obrigatória, além do que é legalmente exigido?	A pontuação é: 0 se não oferece direitos além dos obrigatórios; 0,5 se oferece direitos de ofertas além do requerido para votantes e não-votantes, mas não para ambos; 1 se oferece direitos de ofertas além do requerido para votantes e não-votantes, para ambos	<i>Variável</i>	+	
SR_CTR	18. O controle da Companhia é direto?	A pontuação é: 1 se a acionista controladora direta é um indivíduo, investidor institucional, entidade estrangeira, 0,5 se a acionista controladora é o Estado ou fundo de pensão estatal; 0 caso seja o Estado.	<i>Variável</i>	+	
SR_RST	19. O Acordo de Acionistas restringe aos conselheiros de dirigir ou nomear quaisquer membros do o direito de voto de qualquer membro do conselho, ou de nomear qualquer gerente sênior?	Verifique o FR e acordos de acionistas. A pontuação é 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim	<i>Dummy</i>	+	
SR_FFT	20. O free-float é igual ou maior que 25% conforme requerido pelo segmento de Novo Mercado da BM&FBovespa?	Verifique o FR e acordos de acionistas. A pontuação é 0 se a resposta é não; 1 se a resposta é sim.	<i>Dummy</i>	+	

Fonte: Do autor.

3.3.4.5 Variáveis médias dos pilares de Governança Corporativa conforme o Brazilian CGI

De acordo com o arcabouço do trabalho de Leal, Silva e Iervolino (2015), acima estudado, utilizou-se a média de cada uma das variáveis mensuradas nos pilares de Evidenciação, Conselho de Administração, Ética e resolução de Conflitos e Direito aos Acionistas, assim como também a média total das variáveis analisadas conforme se demonstra nas sequencia abaixo:

$$AVG_DSC_{i,t} = \{Média da subcategoria evidenciação\} \quad (3.3.4.1)$$

$$AVG_BCF_{i,t} = \{Média da subcategoria Conselho de Administração\} \quad (3.3.4.2)$$

$$AVG_ECI_{i,t} = \{Média da subcategoria Ética e Conflito de Interesses\} \quad (3.3.4.3)$$

$$AVG_SR_{i,t} = \{Média da subcategoria Direitos dos Acionistas\} \quad (3.3.4.4)$$

$$AVG_TTL_{i,t} = \{Média das subcategorias acima mencionadas\} \quad (3.3.4.5)$$

Durante a seção viu-se as principais variáveis, e suas categorias que são definidas como pilares, sejam eles: contábeis através dos indicadores de desempenho, ou pertencentes aos pilares do *Brazilian CGI*, constante na obra de Leal, Silva e Iervolino (2015) que estão divididos em quatro grandes colunas: (1) Evidenciação (DSC), (2) Composição e funcionamento do Conselhos (BCF), Ética e conflitos de interesses (ECI) e (4) Direito e proteção aos minoritários (SR). Na próxima página apresenta-se um quadro resumo das variáveis utilizadas no modelo, suas principais hipóteses, conforme fora visto nas seções anteriores, forma de mensuração, descrição das variáveis. O modelo completo, apresenta as variáveis:

- a) **Volatilidade:** Para a variável dependente tem-se que o logaritmo natural da variação percentual do preço de fechamento é a medida considerada como acurada nessa dissertação;
- b) **Taxa de Juros:** A variável de mecanismo externo de controle da Volatilidade são calculadas à partir das variações percentuais das taxas atrelada à Selic é calculada pela variação e não pelo seu nível.
- c) **Taxa de Câmbio:** Considera-se para tal fator a variação percentual da taxa da moeda norte americana (dólar) em detrimento da brasileira.
- d) **Variáveis contábeis:** as variáveis contábeis (CCL, ROB, Endividamento e LAJIDA) são considerados em valores de unidades expressos em reais.
- e) **Variáveis do *Brazilian CGI*:** As variáveis do indicador da obra de referência de Leal, Silva e Iervolino (2015), estão divididas em quatro grandes pilares a saber:

- Evidenciação – Mensura em seis questões a forma como a companhia demonstra os resultados auditados, remuneração paga aos diretores, setor de Relacionamento com Investidores;
- Conselho de administração – Busca com cinco questões mensurar o tamanho, experiência, rotatividade e composição dos conselhos de administração, auditoria e fiscal.
- Ética e Conflitos de interesses – Com quatro questões busca entender a forma como a empresa atua e gere os conflitos entre acionistas, diretores e partes relacionadas;
- Direito aos acionistas minoritários – Com cinco questões esse tópico mensura a extensão do direito dos minoritários e controle da companhia.
- Total do índice são calculados à partir da média do indicador ao longo do período analisado.

Abaixo o quadro apresenta o modelo completo:

QUADRO 12 - VARIÁVEIS E MODELO COMPLETO DA EQUAÇÃO

Variável	Tipo	Descrição	Equação	Mensuração
Volatilidade	Dependente	Medida de Risco do modelo	$r_{i,t} = \ln\left(\frac{p_{i,t} - p_{i,t-1}}{p_{i,t-1}}\right)$	Var. porcentual
Juros	Mecanismo externo	Variação da taxa de Juros	$\Delta TJ_{i,t} = \frac{TJ_{i,t} - TJ_{i,t-1}}{TJ_{i,t-1}}$	Var. porcentual
Câmbio	Mecanismo externo	Variação da taxa de Câmbio	$\Delta TC_{i,t} = \frac{TC_{i,t} - TC_{i,t-1}}{TC_{i,t-1}}$	Var. porcentual
Capital circulante líquido	Liquidez	Ativo menos Passivo circulante	ICT_CCL	Unidades
Receita operacional bruta	Desempenho	Receita auferida na atividade	ICT_ROB	Unidades
Empréstimos de curto e Exigíveis de longo prazo	Endividamento	Valor dos empréstimos de curto e longo prazo	ICT_END	Unidades
LAJIDA	Valor	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.	ICT_LJD	Unidades
Evidenciação	Unidades	Média da categoria de Evidenciação	$AVG_DSC_{i,t}$	Unidades
Conselho	Unidades	Média da categoria de Conselho	$AVG_BCF_{i,t}$	Unidades
Ética e Conflitos	Unidades	Média da categoria de ética e conflitos	$AVG_ECI_{i,t}$	Unidades
Direito aos acionista	Unidades	Média da categoria de direito aos acionistas	$AVG_SR_{i,t}$	Unidades
Total do índice	Unidades	Média total do índice do <i>Brazilian CGI</i>	$AVG_TTL_{i,t}$	Unidades
$vol_{i,t} = \Delta TJ_{i,t} + \Delta TC_{i,t} + ICT_CCL_{i,t} + ICT_ROB_{i,t} + ICT_END_{i,t} + ICT_LJD_{i,t} + AVG_DSC_{i,t} + AVG_BCF_{i,t} + AVG_ECI_{i,t} + AVG_SR_{i,t} + AVG_TTL_{i,t} + \varepsilon_{it}$				

Fonte: Do autor.

3.3.5 COLETA DE DADOS

As variáveis referentes aos mecanismos externos de Volatilidade (variáveis de controle) definidos na seção 3.3.2 dessa dissertação é composta pelas variáveis de mecanismos externos, ou seja, a empresa não possui controle sobre tal e é afetada como qualquer outra companhia no mercado. As variáveis $\Delta TJ_{i,t}$, $TC_{i,t}$ (juros e câmbio) foram obtidas pelo site do Banco Central do Brasil e são informações públicas para o período analisado. Para as variáveis de mecanismos de Governança conforme a seção 3.3.4 foram utilizadas: atas de reuniões dos Conselhos de Auditoria, Fiscais e de Administração, formulários de referência, estatutos e atas das Assembleias Gerais das 42 Companhias analisadas que serão obtidas através do site das empresas na área de Relacionamento com Investidores. Para a variável $ICT_{i,t}$ responsável por mensurar os resultados contábeis das companhias serão utilizados os valores reportados oficialmente no site da Bolsa de Valores local (BM&F Bovespa).

3.4 MÉTODO ESTATÍSTICO

Conforme se vê na literatura Hsiao (1986), afirma que os modelos para dados em painel oferecem vantagens em detrimento ao modelo de corte transversal, permitindo o uso de várias variáveis e aumentando os graus de liberdade garantindo assim uma resposta mais aproximada com o que se revela no mercado. Para essa dissertação utilizou-se o modelo de Dados em Painel. Os dados em painel ou dados longitudinais são caracterizados por possuírem observações em duas dimensões que em geral são tempo e espaço, as informações da forma que estão expostas propiciam melhor investigações sobre a dinâmica das variáveis ao longo do tempo. Para ilustrar o modelo, imagina-se n observações e T períodos e K variáveis, sendo representado da seguinte forma:

$$y_{it} = x_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, n; t = 1, 2, \dots, T \quad (3.3.5.1)$$

onde, y_{it} é a variável dependente, x_{it} é um vetor $1 \times K$ contendo as variáveis explicativas, β é um vetor $K \times 1$ de parâmetros desejados e ε_{it} são os erros aleatórios esperados. Ao seguir as hipóteses clássicas de estimação - homocedasticidade e ruído branco dos erros - Greene (2003), o modelo poderia ser estimado por Mínimos Quadrados Ordinários, contudo os dados financeiros possuem heterocedasticidade dos erros, ou seja, a variância dos erros não são constantes e auto correlação. A estimação de dados em painel pode ter duas naturezas: (1) efeitos fixos, onde se entende que os dados de períodos anteriores, $x_{i,t-1}$, não influenciam os valores do presente, $x_{i,t}$; (2) Efeitos Aleatórios, nesse método assume-se que há impacto nos dados de períodos anteriores sobre o presente. Para essa dissertação escolheu-se o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios, por se tratar de dados financeiros.

4 RESULTADOS

Nesse capítulo apresentaremos: primeiramente uma análise exploratória dos dados, análise bivariada em torno da Volatilidade, resultados estatísticos e por fim demonstra-se os resultados encontrados sobre o modelo de dados em painel extraídos do software *Eviews*.

4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA

A base de dados, com cinquenta e três companhias esta apresentada na Tabela 1. Conforme cada segmento obtido através do Site da BM&FBOVESPA. Dentre as empresas analisadas verifica-se que o setor com a menor Volatilidade média dentro do período é o Financeiro, seguido pelo setor de Materiais Básicos. A tabela demonstra também o peso dos ativos da amostra no indicador da Bolsa de Valores; conforme demonstrado a amostra de cinquenta e três papéis abrangem 92,30% de todo o IBOVESPA.

TABELA 1 - ANÁLISE DA VOLATILIDADE POR SETOR

Classificação Volatilidade Setor ¹	N	IBOVESPA ²	Volatilidade	Controle Acionário	
				Estatal	Privado
Financeiro e Outros	13	39,45%	1,90	4 (7,55%)	9 (16,98%)
Consumo não Cíclico	9	20,20%	2,17	3 (5,66%)	6 (11,32%)
Materiais Básicos	9	8,87%	1,96	4 (7,55%)	5 (9,43%)
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	7,58%	2,68	2 (3,77%)	-
Utilidade Pública	8	5,46%	2,49	5 (9,43%)	3 (5,66%)
Telecomunicações	2	3,01%	3,21	-	2 (3,77%)
Consumo Cíclico	4	2,77%	3,43	-	4 (7,55%)
Bens Industriais	2	2,54%	2,32	1 (1,89%)	1 (1,89%)
Construção e Transporte	4	2,43%	2,33	1 (1,89%)	3 (5,66%)
Total de Empresas	53	92,30%	2,56	20 (37,74%)	33 (62,26%)

Notas: ¹ Setor com base na classificação do Site da Bovespa; ² Indicador IBOVESPA da BM&Fbovespa de 09/07/16

Fonte: Do autor.

Mais que 1/3 das companhias são de controles estatais (20 empresas) dentro da amostra de 53 empresas, o que indica uma presença grande do Governo no mercado acionário, dentre os setores puramente privados estão os de Consumo Cíclico e Telecomunicações, essa característica demonstra a predominância do Governo nos setores

regulados. O setor de Construção e Transporte e Utilidade Pública possui grande participação de Fundos de Previdência Estatais. A Tabela 2 apresenta a classificação da Volatilidade com as variáveis de controle do *free float* das ações e os níveis de Governança.

TABELA 2 - ANÁLISE DAS EMPRESAS POR FREE-FLOAT

Classificação Volatilidade	Free Float			Níveis de Governança			
	Setor ¹	N	IBOVESPA ²	Não	Sim	N1	N2
Financeiro e Outros	13	39,45%	1 (1,89%)	1 (1,89%)	5 (9,43%)	2 (3,77%)	6 (11,32%)
Consumo não cíclico	9	20,20%	-	4 (7,55%)	1 (1,89%)	-	8 (15,09%)
Materiais Básicos	9	8,87%	-	4 (7,55%)	7 (13,21%)	-	2 (3,77%)
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	7,58%	2 (3,77%)	7 (13,21%)	-	2 (3,77%)	-
Utilidade Pública	8	5,46%	3 (5,66%)	10 (18,87%)	3 (5,66%)	-	5 (9,43%)
Telecomunicações	2	3,01%	7 (13,21%)	2 (3,77%)	-	1 (1,89%)	1 (1,89%)
Consumo Cíclico	4	2,77%	2 (3,77%)	-	-	1 (1,89%)	3 (5,66%)
Bens Industriais	2	2,54%	1 (1,89%)	1 (1,89%)	-	-	2 (3,77%)
Construção e Transporte	4	2,43%	4 (7,55%)	4 (7,55%)	-	-	4 (7,55%)
Total de Empresas	53	92,30%	20 (37,74%)	33 (62,26%)	16 (30,19%)	6 (11,32%)	31 (58,49%)

Notas: ¹ Setor com base na classificação do Site da BOVESPA; ² Indicador IBOVESPA da BM&Fbovespa de 09/07/16

Fonte: Do autor.

A Tabela 3 mostra a distribuição das companhias por setor e níveis de Governança Corporativa, no qual percebe-se que ocorre uma predominância de empresas situadas no Novo Mercado perfazendo cerca de 58% do total da amostra, em segundo lugar vem o Nível 1 de Governança (30,19%) e por fim o Nível 2 de Governança com cerca de 11,32%. Quando se verifica o *Free Float* que é uma obrigatoriedade de manter ao menos de 25% de ações em circulação, verifica-se que apenas 62,36% mantém a política de *Free Float*, sendo assim confirma-se que há uma forte discrepância entre o que é defendido dentro dos níveis de Governança e o que é efetivamente verificado. A tabela a seguir traz uma análise comparativa entre a Volatilidade e a evolução do indicador de Governança Corporativa.

TABELA 3 - EVOLUÇÃO DA VOLATILIDADE E INDICADORES DOS MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Volatilidade	2,60	2,58	2,74	2,78	2,81	2,69
Evidenciação	86,32%	86,64%	86,32%	86,32%	86,95%	87,26%
Composição e funcionamento do Conselho	83,02%	83,49%	83,96%	84,43%	83,96%	83,96%
Ética e Conflito de Interesses	53,77%	53,77%	53,77%	53,77%	53,77%	53,77%
Direitos dos Acionistas	65,09%	65,09%	65,09%	65,09%	65,09%	65,09%

Fonte: Do autor.

Quando se compara a variação da Volatilidade em comparação com os mecanismos de Volatilidades conforme a pesquisa de Leal, Silva e Iervolino (2015) que fora explanada no capítulo III de metodologia; Em princípio se vê que ocorre um aumento leve da Volatilidade e uma estabilidade dos demais indicadores, uma melhoria dos indicadores de Evidenciação, pode indicar que o aumento da Volatilidade teve um aumento pelo momento macroeconômico do país, que poderá ser verificado pelas variáveis de controle: Juros e Taxa de Câmbio.

TABELA 4 - DISTRIBUIÇÃO DA VOLATILIDADE ANO/SETOR

Setor ¹	N	Peso ²	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Média
Bens Industriais	2	3,77%	1,92	2,03	2,22	2,53	2,78	2,96	2,41
Construção e Transporte	4	7,55%	2,28	2,24	2,47	2,40	2,30	2,04	2,29
Consumo Cíclico	4	7,55%	2,11	2,16	2,50	2,70	2,89	2,86	2,54
Consumo não cíclico	9	16,98%	2,77	2,66	2,96	3,03	3,04	3,09	2,92
Financeiro e Outros	13	24,53%	2,53	2,62	2,81	2,87	2,95	2,89	2,78
Materiais Básicos Petróleo, Gás e Biocombustíveis	9	16,98%	3,08	2,75	2,62	2,66	2,51	2,12	2,62
Telecomunicações	2	3,77%	3,24	3,02	2,92	2,70	2,59	2,12	2,76
Utilidade Pública	2	3,77%	2,38	2,67	2,80	2,87	3,03	2,82	2,76
Utilidade Pública	8	15,09%	2,43	2,65	2,85	2,81	2,88	2,85	2,74
Total de Empresas	53	100,00%	2,60	2,58	2,74	2,78	2,81	2,69	2,70

Notas: ¹ Setor com base na classificação do Site da BOVESPA; ² Peso do Ativo no Indicador IBOVESPA da BM&FBOVESPA de 09/07/16

Fonte: Do autor.

Pela Tabela 4, verifica-se que o setor de concessionárias, telecomunicações e petróleo, gás e biocombustíveis e possui a menor Volatilidade média no setor de construção e transportes. Na Tabela 5 verifica-se que o setor Estatal tem uma maior Volatilidade média quando comparado com o setor Privado, assim como um maior desvio-padrão, mínimo e

mediana. Quando se comparam os períodos entre 2010 e 2015, verifica-se uma evolução da Volatilidade por conta da crise no Mercado brasileiro.

TABELA 5 - VARIÁVEIS EXPLICATIVAS EM FUNÇÃO DA VOLATILIDADE

		Volatilidade							
Explicativa		N	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Q1	Mediana	Q3	Máximo
Controle Acionário	Estatal	20	2,7016	0,6587	0,7938	2,74	2,7000	2,7188	4,44729
	Privado	33	2,6554	0,6354	0,7827	2,75	2,6958	2,7919	4,4475
	Total	53							
Nível da BM&F BOVESPA	Nível 1	16	2,7091	0,6526	0,7936	2,70	2,7100	2,701	4,4474
	Nível 2	6	2,7007	0,6527	0,7935	2,68	2,7010	2,689	4,4479
	Novo Mercado	31	2,7001	0,6525	0,7934	2,67	2,7002	2,705	4,4473
	Total	53							
Concentração Acionária	Até 25%	11	2,7062	0,6565	0,7570	-	2,7040	-	4,4606
	Entre 25,01% e 50%	13	2,6991	0,6528	0,7933	-	2,6990	-	4,4432
	Entre 50,01% e 75%	28	2,6993	0,6505	0,8121	-	2,6983	-	4,4425
	Acima de 75,01%	1	2,7841	0,6271	1,0986	-	2,7879	-	4,6272
	Total	53							
Volatilidade	2010	53	2,5951	0,6175	1,2309	1,8749	2,6431	2,9496	4,1969
	2011	53	2,5837	0,6075	0,8594	1,9074	2,5307	2,9409	4,2184
	2012	53	2,7422	0,6220	0,9986	1,9019	2,7326	2,9146	4,4598
	2013	53	2,7841	0,6271	1,0986	1,9188	2,7879	2,9246	4,6272
	2014	53	2,8095	0,6318	1,2208	1,8965	2,7908	2,9314	4,6458
	2015	53	2,7011	0,8096	-0,6463	1,6702	2,7150	2,9019	4,5364

Fonte: Do autor.

Considerando a divisão entre os níveis de Governança Corporativa da bolsa de valores, tem-se uma maior média nos níveis de exigências inferiores (N1 e N2) e por fim no nível de maior exigência (NM), isso acaba por refletir na Volatilidade percebida pelo mercado através da média do período analisado. A variável de Concentração Acionária verifica-se que quanto maior menor a média da Volatilidade, excluindo-se o último nível onde há apenas uma companhia e não pode ter base comparativa.

TABELA 6 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE SPEARMAN

	VOL	TTL	TJR	TCM	STR	SRH	ROB	PRT	LJD	END	ECI	DSC	CCL	CAC	BCF
VOL	1,0000	0,0616	-0,0289	0,0796	0,1131	-0,0089	0,0650	0,0437	0,1421	0,0546	0,0750	-0,0464	-0,0400	-0,0688	0,0063
TTL	0,0616	1,0000	0,0048	0,0135	-0,0742	0,7936	-0,3384	-0,4684	-0,2442	-0,0972	0,7992	0,5314	-0,1707	-0,4361	0,4175
TJR	-0,0289	0,0048	1,0000	0,2899	0,0000	0,0000	0,0627	0,0529	0,0598	-0,0277	0,0000	0,0162	0,0181	-0,0090	-0,0025
TCM	0,0796	0,0135	0,2899	1,0000	0,0000	0,0000	0,1403	0,1297	0,1192	0,0175	0,0000	0,0145	0,0076	-0,0410	0,0214
STR	0,1131	-0,0742	0,0000	0,0000	1,0000	-0,0631	0,3070	-0,1148	0,1904	-0,3074	-0,1232	-0,1505	0,1082	-0,0146	-0,0980
SRH	-0,0089	0,7936	0,0000	0,0000	-0,0631	1,0000	-0,2973	-0,5015	-0,1854	-0,1143	0,5011	0,3244	-0,2103	-0,2536	0,2317
ROB	0,0650	-0,3384	0,0627	0,1403	0,3070	-0,2973	1,0000	0,3193	0,7534	-0,1800	-0,2207	-0,2604	0,3949	0,1864	-0,0605
PRT	0,0437	-0,4684	0,0529	0,1297	-0,1148	-0,5015	0,3193	1,0000	0,2119	0,1545	-0,2407	-0,4426	0,4654	0,2285	-0,0370
LJD	0,1421	-0,2442	0,0598	0,1192	0,1904	-0,1854	0,7534	0,2119	1,0000	0,0036	-0,1696	-0,2377	0,1275	0,1955	0,0517
END	0,0546	-0,0972	-0,0277	0,0175	-0,3074	-0,1143	-0,1800	0,1545	0,0036	1,0000	-0,1706	0,0315	-0,5652	0,1978	0,0745
ECI	0,0750	0,7992	0,0000	0,0000	-0,1232	0,5011	-0,2207	-0,2407	-0,1696	-0,1706	1,0000	0,3074	0,0543	-0,4960	0,3219
DSC	-0,0464	0,5314	0,0162	0,0145	-0,1505	0,3244	-0,2604	-0,4426	-0,2377	0,0315	0,3074	1,0000	-0,2228	-0,2216	0,0531
CCL	-0,0400	-0,1707	0,0181	0,0076	0,1082	-0,2103	0,3949	0,4654	0,1275	-0,5652	0,0543	-0,2228	1,0000	-0,0338	0,0549
CAC	-0,0688	-0,4361	-0,0090	-0,0410	-0,0146	-0,2536	0,1864	0,2285	0,1955	0,1978	-0,4960	-0,2216	-0,0338	1,0000	-0,1783
BCF	0,0063	0,4175	-0,0025	0,0214	-0,0980	0,2317	-0,0605	-0,0370	0,0517	0,0745	0,3219	0,0531	0,0549	-0,1783	1,0000

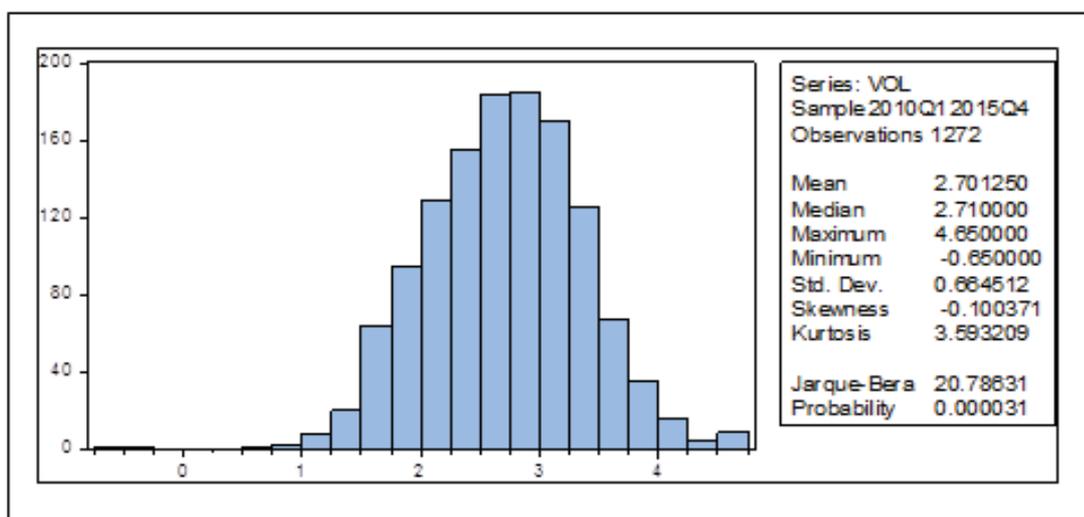
Fonte: Do autor.

Prosseguindo com a análise Bivariada, a Tabela 6 apresenta a matriz de Correlação entre as variáveis analisadas. Como se viu, há uma Correlação positiva para as variáveis como se vê, demonstrando que melhores indicadores (TTL, TCM, STR, ROB, PRT, LJD, END, ECI BCF), pioram a Volatilidade, ao passo que indicadores de Juros, Direitos aos Acionistas, Evidenciação, Capital Circulante Líquido e Concentração Acionária, reduzem expectativas de Volatilidade.

4.2 RESULTADOS DA REGRESSÃO

Após a análise bivariada da **Seção 4.1** e considerando o modelo de dados em painel apresentado na **Seção 3.4**, essa seção busca evidenciar os resultados obtidos no software *Eviews* à partir das equação referencial que tinha por objetivo referenciar a relação entre Volatilidade e os mecanismos internos e externos de Governança Corporativa, partindo do pressuposto e das análises exploratórias e bivariadas da seção 4.1 que há uma inter-relação entre as variáveis analisadas. O **Histograma 1** apresenta a distribuição da Volatilidade.

HISTOGRAMA 1 - VARIÁVEL VOLATILIDADE



Fonte: Do autor utilizando o Software Eviews.

Ao buscar avaliar a relação entre Volatilidade e as variáveis em estudo, conforme a **seção 3.3** e o modelo estatístico de dados em painel, conforme **seção 3.4**, utilizou-se o

software estatístico *Eviews* para regredir a equação abaixo, e os resultados do modelo estimados estão apresentados a seguir:

$$vol_{i,t} = \Delta TC_{i,t} + \Delta TJ_{i,t} + ICT_CCL_{i,t} + ICT_ROB_{i,t} + ICT_END_{i,t} + ICT_LJD_{i,t} + \\ AVG_DSC_{i,t} + AVG_BCF_{i,t} + AVG_ECI_{i,t} + AVG_SR_{i,t} + AVG_TTL_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

(4.2.1)

Com o intuito de interpretar os resultados obtidos faz-se uma interpretação de cada um dos coeficientes da regressão e sua estatística para que finalmente no capítulo 5 efetue-se a conclusão dessa dissertação.

4.2.1 MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Tabela 7 apresenta os resultados do modelo para os quatro pilares de mecanismos internos de Governança conforme Leal, Silva e Iervolino (2015).

TABELA 7 - COEFICIENTES DE MECANISMOS INTERNOS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AVG_DSC	0.516832	1.416.767	0.364797	0.7153
AVG_BCF	0.786143	0.979814	0.802338	0.4225
AVG_ECI	0.425811	1.002.003	0.424960	0.6709
AVG_SRH	0.959303	1.195.581	0.802373	0.4225
AVG_TTL	-1.530842	4.601687	-0.332670	0.7394

Fonte: Do autor.

O pilar de Evidenciação representado na equação pela variável DSC_AVG, o esperado é que essa variável tenha uma correlação negativa com a Volatilidade (BOWER,1957; CARRIGAN; ATTALLA 2001; CREYER; MCGUIRE; SUNGREN; SCHNEEWELS, 1988; MOHR; WEBB; HARRIS, 2001; PEIXOTO, 2004; ROSS, 1973). A saída da evidenciação teve um impacto positivo sobre a Volatilidade, indo contra o esperado pelo autor, contudo a

variável não se demonstrou estatisticamente significativa para efeito de interpretação. Para a variável de composição do conselho e funcionamento do mesmo, era esperado que o efeito fosse negativo com relação à Volatilidade (CHEN; LIU, 2010; JENSEN, 1993; LA PORTA et al., 1998; LAMB, 2002; SILVEIRA, 2004), contudo, também não fora possível aceitar o coeficiente a 5% de significância.

Os pilares de ética e resolução de conflitos (AVG_ECI) e direitos aos acionistas minoritários (AVG_SRH) tinham como efeito esperado o de reduzirem a Volatilidade, conforme a revisão, contudo os mesmo não resultaram no esperado tanto no sinal quanto estatisticamente significativos a 5%. O indicador que mensura o total médio de todos os mecanismos (AVG_TTL) possui sinal inverso aos coeficientes separadamente, contudo não se revelou estatisticamente significativo.

4.2.2 MENSURAÇÃO DE DESEMPENHO

Os mensuradores do desempenho considerados são Porte (PRT), EBITDA (LJD), Receita Operacional Bruta (ROB), Endividamento (END) e Capital Circulante Líquido (CCL). Abaixo os resultados encontrados:

TABELA 8 - COEFICIENTES DE DESEMPENHO

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PRT	0.370350	0.035508	1.043.001	0.0000
LJD	1.98E-08	2.24E-09	8.822.138	0.0000
ROB	-2.23E-09	5.34E-10	-4.174.383	0.0000
END	-0.032544	0.058413	-0.557136	0.5775
CCL	-3.18E-09	8.61E-10	-3.692.883	0.0002

Fonte: Do autor.

Os sinais esperados dessas variáveis seriam negativos, ou seja, a hipótese é que melhores indicadores diminuem a Volatilidade dos papéis (BACKES et al., 2009; BALL; BROWN, 1968; BEZERRA; CORRAR, 2006; BIALOSKORSKI NETO; NAGANO; MORAES, 2007; GITMAN, 2004; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; LAMB, 2002; OHLSON, 1995; PEREZ JR.; BEGALLI, 1999).

O resultado obtido é ambíguo: para a variável Porte (PRT), EBITDA (LJD), contribuíram para a Volatilidade e apresentaram-se significativas a 5%, ao passo que as variáveis Receita Operacional Bruta (ROB) e Capital Circulante Líquido (CCL) se mostraram estatisticamente significativas e com o efeito esperado por esse trabalho, por fim a variável endividamento não fora estatisticamente significativa.

4.2.3 COEFICIENTES DE CONTROLES E MACROECONÔMICOS

As principais variáveis de controle são ao nível da empresa: o Setor (STR) e a Concentração Acionária (CAC), na revisão de literatura os autores afirmam que os coeficientes esperados devem ser negativos e significativos (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; PRADO, 2013).

Para os indicadores macroeconômicos espera-se relação negativa e significativa a 5% conforme revisão de literatura apresentada no capítulo 2 Juros – TJR – (GONÇALVES JR.; EID JR., 2007; SMIRLOCK; YAWITZ, 1985; TABAK; TABATA, 2004);

Câmbio – TCM – (DORNBUSCH; FISHER, 1980; FANG, 2002; JEFFERIS; OKEAHALAM, 2000; PHYLAKTIS; RAVAZZOLO, 2005; RAMASAMY; YEUNG, 2005).

TABELA 9 - COEFICIENTES DE MECANISMOS EXTERNOS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CAC	-0.610788	0.213940	-2.854.951	0.0044
STR	0.028154	0.011928	2.360.424	0.0184
TCM	-0.023096	0.022599	-1.021.984	0.3070
TJR	-2.067.717	0.646007	-3.200.767	0.0014

Fonte: Do autor.

O resultado obtido é o esperado para a taxa de Câmbio (TCM), Concentração Acionária (CAC) e Juros (TJR), contudo a taxa de Câmbio não fora estatisticamente significativa a 5%. O Setor (STR) também se mostrou significativo, demonstrando uma relação positiva entre o setor e a Volatilidade. O Quadro 13 apresenta um resumo dos resultados da estimação encontrado para o modelo de dados em painel de todas as variáveis, a relação esperada entre as mesmas e a Volatilidade conforme a literatura e a significância.

QUADRO 13 - RELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS E SIGNIFICÂNCIA

MECANISMO	NOME	VARIÁVEL	SIGNIFICANTE	RELAÇÃO ESPERADA	RELAÇÃO OBTIDA
INTERNO	EVIDENCIAÇÃO	AVG_DSC	NÃO	NEGATIVA	POSITIVA
	COMITÊ	AVG_BCF	NÃO	NEGATIVA	POSITIVA
	ÉTICA	AVG_ECI	NÃO	NEGATIVA	POSITIVA
	DIREITOS	AVG_SRH	NÃO	NEGATIVA	POSITIVA
	MECANISMO	AVG_TTL	NÃO	NEGATIVA	NEGATIVA
INTERNO	SOCIETÁRIO	CAC	SIM	NEGATIVA	NEGATIVA
EXTERNO	BOVESPA	STR	SIM	POSITIVA	POSITIVA
	MACROECONÔMICO	TCM	NÃO	NEGATIVA	NEGATIVA
		TJR	SIM	NEGATIVA	NEGATIVA
INTERNO	CONTÁBIL	PRT	SIM	NEGATIVA	POSITIVA
		LJD	SIM	NEGATIVA	POSITIVA
		ROB	SIM	NEGATIVA	NEGATIVA
		END	NÃO	NEGATIVA	NEGATIVA
		CCL	SIM	NEGATIVA	NEGATIVA

Fonte: Do autor.

5 CONCLUSÃO

O objetivo dessa dissertação era verificar se mecanismos internos de Governança Corporativa e variáveis de controles tinham impacto na Volatilidade, para alcançar esse objetivo selecionou-se 53 papéis durante o período de cinco anos (2010-2015) trimestralmente, perfazendo 1.272 observações de 14 variáveis diferentes com suas subcategorias; Baseando-se no modelo de dados em painel e lançando mão do trabalho de Leal, Silva e Iervolino (2015) em que se discute a evolução do indicador de Governança Corporativa utilizado pelos acadêmicos *Brazilian Corporate Governance Index (Brazilian CGI)* dividiu-se as variáveis em pilares internos de Governança Corporativa: (1) Evidenciação, (2) Comitês, (3) Ética e Conflitos e (4) Direitos estendidos. O pilar de Desempenho é mensurado pelas variáveis contábeis: EBITDA, ROB, END, CCL e PRT conforme a **seção 4.2**, entendendo pela revisão de literatura que a Concentração Acionária era importante incluiu-se a mesma no modelo, posteriormente alocou-se as variáveis de Controles: (a) Câmbio e (b) Juros;

Os resultados obtidos corroboram a hipótese dessa pesquisa para 50% das variáveis analisadas conforme se verifica no **Quadro 13** da **seção 4.2**, demonstrando que há uma relação entre Governança Corporativa e Volatilidade dos papéis.

A Concentração Acionária reduz a Volatilidade e tem relação negativa com a variável de estudo, demonstrando que quanto maior a Concentração menor a variação do preço ao longo do tempo. A taxa de Juros tem impacto significativo na Volatilidade e age no sentido inverso, demonstrado a relação intrínseca entre a Volatilidade e o ambiente macroeconômico. Como esperado indicadores contábeis acurados e maior porte vão ao encontro de redução da Volatilidade admitida para cada uma das 53 companhias, portanto entende-se que Governança tem impacto na Volatilidade percebida pelo preço do papel.

Como contribuição a novas pesquisas futuras, entende-se que a relação entre a Governança Corporativa e a Volatilidade deve conter variáveis que busquem a percepção da Corrupção e fatores subjetivos considerados pelos investidores no momento de alocar o recurso.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanism to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.
- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de Governança Corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.
- AKERLOF, G. A. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2005. (CD-ROM).
- ALMEIDA, D. R. **Governança reduz volatilidade?**. 2007. 44 f. Dissertação (Mestrado em Economia)- Pontifícia Universidade Católica - PUC/ RJ, Rio de Janeiro, 2007.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- BACKES, N. A. et al. Indicadores contábeis mais apropriados para mensurar o desempenho financeiro das empresas listadas na Bovespa. **Revista Estratégia e Negócios**, Florianópolis, v. 2, n. 1, p. 118-135, 2009.
- BAER, J. R. M. B.; SILVA, T. M. F.; CINTRA, M. A. M. **O mercado de capitais brasileiro frente aos desafios impostos pelas negociações internacionais em serviços financeiros**. São Paulo: BOVESPA, 2004. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/estudo2.pdf>>. Acesso em: 08 maio 2015.
- BALL, B.; BROWN, P. Na empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 6, n. 2, p. 159-179, 1968.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Relatório de estabilidade financeira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.
- BARTRAM, S. M.; BROWN, G.; STULZ, R. M. Why are US stocks more volatile? **The Journal of Finance**, Malden, v. 67, n. 4, p. 1329-1370, 2012.
- BEAVER, W. H. The information content of earning announcements: empirical research in accounting. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 6, p. 67-92, 1968.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. **Handbook of the economics of finance**. Amsterdam: Elsevier, 2003. v. 1. p. 1-109.

BEKIRIS, F. V.; DOUKAKIS, L. C. Corporate governance and accruals earnings management. **Managerial and Decision Economics**, Chichester, v. 32, n. 7, p. 439-456, 2011.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporate and private property**. New York, NY: McMillan, 1932.

BEZERRA, F. A.; CORRAR, L. J. Utilização da análise fatorial na identificação dos principais indicadores para a avaliação do desempenho financeiro: uma aplicação nas empresas de seguro. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 1, n. 42, p. 50-62, set/dez. 2006.

BIALOSKORSKI NETO, S.; NAGANO, M. S.; MORAES, M. B. C. Utilização de redes neurais artificiais para avaliação sócio-econômica: uma aplicação em cooperativas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 41, n. 1, p. 59-68, 2006.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. 2015. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 25 ago. 15.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Índices**. 2004, Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Indices/ApresentaçãoP.asp?Indice=Ibovespa>>. Acesso em: 5 mar. 2004.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **Accounting Review**, Sarasota, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

BOWER, H. R. **Responsabilidades sociais dos homens de negócio**. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 1957.

BRITO, N. R. O. (Org.). **Gestão de investimentos**. São Paulo: Atlas, 1989.

BROOKS, R. Power arch modelling of the volatility of emerging equity markets. **Emerging Markets Review**, [S.l.], v. 8, n. 2, 124-133, 2007.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 237-333, 2001.

CARRIGAN, M.; ATTALLA, A. The myth of the ethical consumer: do ethics matter in purchase behavior? **Journal of Consumer Marketing**, Bradford, v. 18, n. 7, p. 560-577, 2001.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para os níveis de Governança da Bovespa**. São Paulo: BOVESPA, 2003.

CARVALHO, F. L.; BIALOSKORSKI NETO, S. Um ensaio sobre a análise de desempenho em cooperativas agropecuárias. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2007.

CASELANI, C. N.; EID JUNIOR, W. A influência dos determinantes microeconômicos e macroeconômicos sobre a Volatilidade da ações negociadas no Brasil. In: ENCONTRO

BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005. (CD-ROM).

CHEN, K. Y.; LIU, J. L. Earnings management, CEO domination, and growth opportunities. **International Journal of Public Information Systems**, Taiwan, v. 6, n. 1, p. 43-69, 2010.

CLAESSENS, S., S.; DJANKOV J. F.; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, Malden, v. 57, p. 2741-2771, 2002.

COMERLATO, G.; TERRA, P.; BRAGA, L. A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de Governança Corporativa da BOVESPA: um estudo empírico sobre o Nível 1. In: ASSEMBLEIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DAS ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO - CLADEA, 37., 2002, Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre: UFRGS, 2002.

COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS (CVM). **Cadernos de governança**. 2002. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/> >. Acesso em: 29 set. 2015.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da Governança Corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./abr. 2011.

COUTINHO, R.; OLIVEIRA, M.; DA MOTTA, L. F. J. Governança Corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades do índice de ações com Governança Corporativa diferenciada (IGC), do IBOVESPA e do IBX. In: ASSEMBLEIA DO

CONSELHO LATINO-AMERICANO DAS ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO –

CLADEA, 38., 2003, Lima. **Anais...** Lima: CLADEA, 2003.

CREYER, E. H.; ROSS, W. T. The influence of firm behavior on purchase intention: do consumer really care about business ethics? **Journal of Consumer Marketing**, Bradford, v. 14, n. 6, p. 421-433, 1997.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do Disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, Malden, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 71, n. 2, p. 205-238, 2004.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. Exchange rates and the current account. **American Economic Review**, Nashville, v. 70, n. 5, p. 960-971, 1980.

DUTT, T.; HUMPHERY-JENNER, M. Stock return volatility, operating performance and stock returns: International evidence on drivers of the 'low volatility' anomaly. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 37, n. 3, p. 999-1017, 2013.

FANG, W. The effects of currency depreciation on stock returns: evidence from five East Asian economies. **Applied Economics Letters**, London, v. 9, n. 3, p. 195-199, 2002.

GEOCZE, Z. B. Níveis diferenciados de Governança Corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. **Revista de Finanças Aplicadas**, São Paulo, v. 1, p. 1-24, 2010.

GIAMBIASI, F.; PASTORIZA, F. A.; BERGAMINI JUNIOR, S. (2002). Perspectivas para o Custo Financeiro do BNDES. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 17, p. 3-22, 2002.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Editora Harbra, 2004.

GONÇALVES JUNIOR, W.; EID JUNIOR, W. Surpresas com relação à Política Monetária e o Mercado de Capitais: evidências do caso brasileiro. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – EnANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

GORGA, É. A cultura brasileira como fator determinante na Governança Corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, 2004.

GOULART, A. M. C.; LIMA, G. A. S. F.; GREGORIO, J. Mercado de Renda Variável. In: LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F.; PIMENTEL, R. C. (Org.). **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006. p. 22-67.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. [S.l.]: Pearson Education, 2003.

GUO, H.; KASSA, H.; FERGUSON, M. F. On the relation between EGARCH idiosyncratic volatility and expected stock returns. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 49, n. 1, p. 271-296, 2014.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, London, v. 20, n. 4, p. 101-112, 1991.

HILLBRECHT, R. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1999.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

HUANG, B.; YANG, C.; HU, J. W. Causality and cointegration of stock markets among the United States, Japan, and the South China growth triangle. **International Review of Financial Analysis**, Amsterdam, v. 9, n. 3, p. 281-297, 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Cadernos de Governança**. 2015. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18190> >. Acesso em: 29 set. 2015.

_____. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em: 25 set. 15.

_____. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2010. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em: 25 set. 15.

IUDÍCIBUS, S. Manual de contabilidade societária: aplicada a todas as sociedades – De acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas, 2010.

JEFFERIS, K. R.; OKEAHALAM, C. C. The impact of economic fundamentals on stock markets in southern Africa. **Development Southern Africa**, Abingdon, v. 17, n. 1, p. 23-51, 2000.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, Malden, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

_____; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4 p. 305-360, Oct. 1976.

JOHN, K.; SENBET, L.W. Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 22, n. 4, p. 371-403, 1998.

JUBERT, R. et al. Um estudo do padrão de Volatilidade dos principais índices financeiros do Bovespa: uma aplicação do modelo ARCH. **Revista UnB Contábil**, Brasília, v. 11, n. 1-2, p. 221-239, 2008.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, [S.l.], v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KOHLBECK, M.; MAYHEW, B. W. Valuation of firms that disclose related party transactions. **Journal of Accounting and Public Policy**, New York, v. 29, n. 2, p. 115-137, 2010.

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

_____ et al. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 57, n. 1, p. 1147-1170, 2002.

_____ et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998.

_____ et al. The quality of government. **Journal of Law and Economical Organization**, [S.I.], v. 15, p. 222-279, Dec. 1999.

LAMB, R. **Modelagem para uma investigação da efetiva função do conselho fiscal nas sociedades por ações brasileiras**. Rio Grande do Sul: EA/UFRGS, 2002.

LAMEIRA, V. J. As relações entre Governança e risco nas companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 14, n. 42, p. 7-25, 2012.

_____; NESS JÚNIOR, W. L.; DA MOTTA, L. F. J. Governança Corporativa: existem evidências empíricas de impactos no E e D-B? In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005. (CD-ROM)

_____; _____. SOARES, T. D. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.

LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. Controle compartilhado: impactos sobre o valor da firma. In: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (Orgs.). **Governança corporativa: estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 125-137.

_____; SILVA, A. L. C. **Corporate governance, value, and dividend payout in Brazil (and in Chile)**. Inter-American Development Bank, Working Paper, 2004. Disponível em: <<http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr220finaldraft.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2015.

_____; _____. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, A.; SILANES, F. L. (Org.). **Investor protection and corporate governance: firm level evidence across Latin America**. Palo Alto: Stanford University Press, 2007. p. 213-287.

_____; _____. IERVOLINO, A. P. One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. **RBFIn - Brazilian Review of Finance**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 134-161, 2015.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. **Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research**. Mar. 2008. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 22 set. 2015.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Governança Corporativa e reação do mercado de capitais às informações financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2004/FIN/2004_FIN2992.pdf>. Acesso em: 21 set. 2015.

LIQUI, A.; SHARMA, Z. Environmental corporate social responsibility and financial performance: disentangling direct and indirect effects. **Ecological Economics**, Amsterdam, v. 78, p. 100-111, 2012.

LUNARDI, G. L. **Um estudo empírico e analítico do impacto da Governança de TI no Desempenho organizacional**. Rio Grande do Sul: EA/UFRGS, 2008.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a Volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 17, p. 65-79, 2006.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. V. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINEZ, A. L.; REIS, G. M. R. Rodízio das firmas de auditoria e o gerenciamento de resultados no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 4, n. 10, p. 48-64, set./dez. 2010.

MATUCHESKI, S.; CLEMENTE, A.; SANDRINI, J. C. Governança Corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008. **Revista Brasileira de Estratégia**, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 171-183, 2009.

MCGUIRE, J. B.; SUNGREN, A.; SCHNEEWELS, T. Corporate social responsibility and firm financial performance. **Academy of Management Journal**, New York, v. 31, n. 4, p. 869- 882, 1988.

MCKINSEY COMPANY. **Global, investor opinion survey: key findings**. July 2002. Disponível em: <<http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2015.

MICHAELY, R.; SHAW, W. H. Does the choice of auditor convey quality in an initial public offering? **Financial Management**, London, v. 24, n. 4, p. 15-30, 1995.

MITTON, T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the east Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.

MOHR, L. A.; WEBB, D. J.; HARRIS, K. E. Do consumers expect companies to be socially responsible? The impact of corporate social responsibility on buying behavior. **The Journal of Consumer Affairs**, Madison, v. 35, v. 1, p. 45-72, 2001.

MONKS, R. A.; MINOW, N. **Power and accountability**. New York: Harpercollins, 1991.

MONTE, P. A. et al. Existe relação entre Governança Corporativa e Volatilidade? Um estudo à partir da formação de carteiras. **Contabilidade Vista e Revista**, Belo Horizonte, v. 21, n. 2, p. 15-44, 2010.

OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in security valuation. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

PEIXOTO, M. C. **Responsabilidade social e impacto no comportamento do consumidor: estudo de caso da indústria de refrigerantes**. 2004. 90 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)- Pontifícia Universidade Católica PUC, Rio de Janeiro, 2004.

PEREIRA, J. P.; ZHANG, H. H. Stock returns and the volatility of liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 45, n. 4, p. 1077-1110, 2010.

PEREZ JUNIOR, J. H.; BEGALLI, G. A. **Elaboração das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 1999.

PHYLAKTIS, K.; RAVAZZOLO, F. Stock prices and exchange rate dynamics. **Journal of International Money and Finance**, Oxford, v. 24, n. 7, p. 1031-1053, 2005.

PORTER, M. E. Capital choices: changing the way America invests in industry. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, v. 5, n. 2, p. 4-16, 1992.

PRADO, E. A. **Gerenciamento de resultados de empresas listadas no Brasil: análise dos mecanismos internos e externos de Governança Corporativa**. 2013. 60 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, 2013.

PRASANNA, P. K. Impact of corporate governance regulations on Indian stock market volatility and efficiency. **International Journal of Disclosure and Governance**, Basingstoke, v. 10, n. 1, p. 1-12, 2013.

PROMMIN, P.; JUMREORNVONG, S.; JIRAPON, P. The effect of corporate governance on stock liquidity: the case of Thailand. **International Review of Economics & Finance**, Amsterdam, v. 32, p. 132-142, 2014.

RAMASAMY, B., YEUNG, M. C. The causality between stock returns and exchange rates: revisited. **Australian Economic Papers**, Carlton, v. 44, n. 2, p. 162-169, 2005.

RODRIGUES, E. L. Maior visibilidade ou integração do mercado de capitais brasileiro? Os efeitos da listagem de ações de empresas brasileiras no mercado norte americano através do mecanismo de recibos de depósitos de ações. **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, n. 29, p. 29-51, ago. 1999.

RODRIGUES, F. F.; SILVEIRA, M. L.; SILVEIRA, K. J. Análise qualitativa dos relatórios da administração das companhias brasileiras de capital aberto no ano de 2002. In: ASSEMBLEIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DAS ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO - CLADEA, 39., 2004, República Dominicana. **Anais...** República Dominicana: CLADEA, 2004. CD-ROM.

RODRIGUES, J. A. **Governança corporativa: estratégia para geração de valor**. São Paulo: Qualitymark Ed., 2004.

ROGERS, M. **Corporate governance and financial performance of selected commercial banks in Uganda**. Makerere University Business School, Faculty of Commerce. East Africa: Kampala Uganda, 2006.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da Governança Corporativa no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANAP, 29., 2005a, Brasília. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005a. (CD-ROM).

_____; _____. Variáveis influenciadoras da Governança Corporativa no Brasil: análise comparativa do IGC e do Ibovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 10., 2005b, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBF, 2005b. (CD-ROM).

ROSENSTEIN, S.; WYATT, J. G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 26, n. 2, p. 175-192, 1990.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **American Economic Review**, Nashville, v. 63, n.2, p. 22-32, May 1973.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Corporate finance**. 2. ed. Homewood, IL: Irwin, 1990.

SARBANES, P. **Sarbanes-Oxley act of 2002**. Washington DC: US Congress, 2002. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2015.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 73, n. 4, p. 459-474, Oct. 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, Malden, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, F. H. **Governança corporativa reduz volatilidade?** 2011. Monografia (Graduação em Economia)- Ibmec-MG, Belo Horizonte, 2011.

SILVA, W. S.; SAFADI, T.; CASTRO JUNIOR, L. G. Uma análise empírica da volatilidade do retorno de commodities agrícolas utilizando modelos ARCH: os casos do café e da soja. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, Brasília, v. 43, n. 1, p. 119-134, 2005.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas do Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

_____; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SINGH, S.; MAKKAR, A. Relationship between crisis and stock volatility: evidence from Indian banking sector. **IUP Journal of Applied Finance**, [S.l.], v. 20, n. 2, p. 75-73, 2014.

SMIRLOCK, M.; YAWITZ, J. Asset returns, discount rate changes, and market efficiency. **Journal of Finance**, Malden, v. 40, n. 4, p. 1141-1158, 1985.

SOUSA, E. F.; GALDI, F. C. Análise de qualidade do lucro e sua relação com a estrutura acionária das empresas brasileiras. In: CONGRESSO ANPCONT, 7., 2013, Fortaleza. **Anais eletrônicos...** São Paulo: ANPCONT, 2013. Disponível em: <<http://congressos.anpcont.org.br/congressos-antigos/vii/images/cue%2031bfc3.pdf?20150429112300>>. Acesso em: 25 set. 2015.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: IBMEC, 2002.

TABAK, B. M.; TABATA, A. Surpresas na política monetária e a estrutura a termo da taxa de juro brasileira. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 8, n. 3, p. 383-399, 2004.

VIEIRA, E. R., CORRÊA, V. P. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. In: ENCONTRO REGIONAL DE ECONOMIA, 7. Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: Banco do Nordeste, 2002.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista Organizações em Contexto**, São Bernardo do Campo, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2005.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 40, n. 2, p. 185-221, 1996.