

BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS BRASILEIRAS E O DILEMA RISCO-RETORNO

GOOD CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES IN BRAZILIAN COMPANIES AND THE RISK-RETURN DILEMMA

Recebido em 20.06.2011 | Aceito em 30.08.2011 | Segunda versão aceita em 08.09.2011 |

Nota: este artigo foi aceito pelos Editores Romualdo Douglas Colauto e Ademir Clemente e passou por uma avaliação *double blind review*

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.

ALLAN PINHEIRO HOLANDA

Mestrando em Administração e Controladoria | Universidade Federal do Ceará UFC | Rua Sarita, 20 | Montese | Fortaleza-CE | Telefone: (85) 34639778 | E-mail: allanpholanda@yahoo.com.br |

VERA MARIA RODRIGUES PONTE

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo USP | Professora da Universidade Federal do Ceará UFC | Rua Dr Thomaz Pompeu 111 | Apart 1200 | Meireles | Fortaleza-CE | Telefone: (85) 32486669 | E-mail: vponte@fortalnet.com.br |

Agradecimentos: À Fundação Cearense de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico - FUNCAP

RESUMO

Ao aderir às boas práticas de governança corporativa, as empresas conseguem usufruir de um conjunto de benefícios, dentre os quais se destaca a diminuição do risco. Desse modo, com base no dilema risco-retorno, os investidores exigiriam menores retornos das empresas com menores riscos. A pesquisa que deu origem ao presente artigo teve como objetivo investigar a relação existente entre a adesão às boas práticas de governança corporativa, o risco e o retorno. Parte-se da hipótese de que as empresas com maior adesão às boas práticas de governança corporativa apresentam menor risco e menor retorno. Trata-se de pesquisa exploratória e descritiva, que adotou procedimentos bibliográficos e

documentais e de natureza quantitativa, reunindo uma amostra de 266 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no ano 2009. As variáveis risco e retorno foram mensuradas, respectivamente, pelo desvio-padrão do Lucro Antes dos Juros e Impostos (EBIT) sobre o Ativo Total e pelo retorno sobre o Patrimônio Líquido inicial, ambos obtidos na base de dados do software Economática®. Já quanto à variável governança corporativa, a adesão às boas práticas foi estabelecida pela listagem nos segmentos da BM&FBovespa. Para a avaliação estatística da correlação entre as variáveis foi utilizada a Análise de Correspondência múltipla. Os resultados da pesquisa evidenciaram que uma maior adesão às boas práticas de governança corporativa está associada a um risco médio-baixo e a um retorno médio-baixo, havendo, assim, subsídios para rejeição da hipótese da pesquisa.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Risco. Retorno.

ABSTRACT

When adhering to good corporate governance practices, companies can enjoy a range of benefits, among which stands out the reduction in risk. Thus, based on risk-return dilemma, investors require lower returns from companies with fewer risks. The research that gave origin to the present article had as objective to investigate the relationship between adherence to good corporate governance, risk and return. It starts with the hypothesis that firms with greater adherence to good corporate governance have lower risk and lower return. It is exploratory and descriptive research, which has adopted procedures bibliographic and documentary and of quantitative nature, gathering a sample of 266 Brazilian companies listed on BM&FBovespa in 2009. The risk and return variables were measured, respectively, by the standard deviation of the Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) over total assets and the return on equity, both obtained in the database software Economática®. As for the variable corporate governance, adherence to good practice was established by listing in the segments of BM&FBovespa. For the statistical evaluation of the correlation between the variables we used the Multiple Correspondence Analysis. The results of the research had evidenced that a greater adherence to good corporate governance practices is associated with an average risk-low return and a medium-low, having thus subsidies for rejection of the hypothesis of the research.

Keywords: Corporate Governance. Risk. Return.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com Srour (2005), a falta de transparência das empresas e sua postura não muito ética na condução dos negócios acarretam um mau funcionamento do mercado de capitais. Escândalos

financeiros envolvendo empresas como Adelphia, Enron, WorldCom, Parmalat, que abalaram o mercado de capitais de todo o mundo no fim do século XX, fizeram da governança corporativa tema relevante para a gestão das empresas (BROWN, CAYLOR, 2004; SIRQUEIRA, 2007). De acordo com Silva (2004, p. 348):

O conceito de governança corporativa existe há mais de 50 anos. No entanto, embora não seja um tema relativamente novo, somente nos últimos anos vem-se transformando em uma preocupação importante em diversos países, sejam mercados desenvolvidos sejam emergentes.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2009, p. 19), a governança corporativa pode ser entendida como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”.

Na opinião de Carvalho (2002, p. 19), “de maneira bastante genérica, governança corporativa (ou governança empresarial) pode ser descrita como os mecanismos ou os princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”. De acordo com Silveira *et al* (2009, p. 175):

Some countries, such as the UK and Germany, have adopted a “comply or explain” approach to improve their corporate governance practices: although firms are not obliged to implement corporate governance guidelines, they must publicly disclose which practices they have implemented and explain why they chose not to comply with the others. Brazil has taken a different approach regarding voluntary adoption of good corporate governance practices. Firms do not have to adopt any governance practices other than what is legally required, of course, and legal requirements, in general, are mild, focusing on disclosure, directors’ duties and a mandatory bid rule.¹

Conforme tratado pelos autores supracitados, a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras tem caráter voluntário, destacando-se, porém, que no fim do ano 2000 a BM&FBovespa criou os níveis diferenciados de governança corporativa, que, na opinião de Silveira *et al* (2009, p. 175) “these are premium listings with specific disclosure and corporate governance practices requirements beyond what Brazilian Corporate Law mandates”².

Segundo Carvalho (2002), ao aderir aos níveis diferenciados da BM&FBovespa, as empresas adquirem alguns benefícios, como: maior facilidade para obtenção de fundos, maior liquidez de ações e aumento do poder de barganha com bancos. BM&FBovespa (2010) acrescenta benefícios como a melhora no processo de acompanhamento e fiscalização, a valorização das ações, o menor custo de capital e a redução de risco. Assim, quanto maior for a adesão a melhores práticas de governança corporativa, maiores serão os benefícios obtidos.

Destaca-se ainda que a possibilidade de os ativos ou empresas possuírem riscos diferenciados induz os investidores a exigir diferente retorno para cada classe de riscos, de maneira que maiores níveis de risco estão associados a maiores retornos.

¹ Tradução livre: Alguns países, como o Reino Unido e a Alemanha, adotaram uma abordagem de “comply ou explain” para melhorar as suas práticas de governança corporativa: embora as empresas não sejam obrigadas a implementar diretrizes de governança corporativa, elas devem divulgar publicamente quais as práticas que eles implementaram e explicar porque optou por não respeitar os outros. O Brasil tem tido uma abordagem diferente em relação à adoção voluntária de boas práticas de governança corporativa. As empresas não têm de adotar as boas práticas de governança, além do que é legalmente exigido, é claro, e os requisitos legais, em geral, são leves, com foco na divulgação, deveres dos administradores e uma regra de oferta obrigatória.

² Tradução livre: estes são segmentos de listagens prêmio com formas específicas de *disclosure* e práticas de governança corporativa além do que determina a lei societária brasileira.

Esse conflito entre risco e retorno é conhecido na teoria das finanças como o dilema risco-retorno, em que os investidores racionais elegerão como objetivo a maximização de sua utilidade esperada, e, para tanto, irá requerer maiores taxas de retorno para maiores níveis de risco, enquanto para menores níveis de risco o investidor ficará satisfeito com menores taxas de retorno.

Diante desse contexto, este estudo formula a seguinte questão orientadora: **que correlação há entre a adesão às boas práticas de governança corporativa, o risco e o retorno nas empresas brasileiras de capital aberto?** Com base no dilema risco-retorno, no qual um menor nível de risco está associado a um menor retorno, parte-se da hipótese de que: empresas com maior adesão às boas práticas de governança corporativa apresentam menor risco e menor retorno. A pesquisa tem por objetivo investigar a correlação entre a adesão às boas práticas de governança corporativa (estabelecida pela listagem nos segmentos da BM&FBovespa), o risco e o retorno nas empresas brasileiras de capital aberto.

Para tanto, foi utilizada uma metodologia classificada como teórico-empírico, que adotou procedimentos bibliográficos e documentais e que possui uma abordagem quantitativa. Os dados foram coletados no *software* Economática® e analisados com o auxílio da técnica estatística multivariada Análise de Correspondência (Anacor).

O artigo foi estruturado em cinco tópicos, incluída esta introdução. No segundo tópico apresenta-se o referencial teórico, sendo abordados os assuntos da governança corporativa, seus conceitos e benefícios, e do dilema risco-retorno. Na sequência, vem o proceder metodológico, seguindo-se os resultados da pesquisa. No último tópico, apresentam-se as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

De acordo com Assaf Neto (2009, p. 6), “a administração financeira é um campo de estudo teórico e prático que objetiva, essencialmente, assegurar um melhor e mais eficiente processo empresarial de captação e alocação de recursos”, o qual pode se dar por três tipos de decisão financeira: a decisão de financiamento, a de dividendo e a de investimento.

A decisão de financiamento baseia-se na escolha das melhores ofertas de recursos e na melhor proporção entre capital próprio e capital de terceiros. A decisão de dividendo envolve distribuição de parte dos lucros aos acionistas e o custo da retenção desses valores.

A decisão de investimento, que segundo Assaf Neto (2009) é a mais importante, envolve a identificação, avaliação e seleção das alternativas de aplicação de recursos. Contudo, de acordo com Assaf Neto (2009, p. 8), “por não se ter certeza da realização futura de lucros, a decisão de investimento envolve risco”.

O risco pode ser entendido como a “capacidade de se mensurar o estado da incerteza” (ASSAF NETO, 2009, p. 183) ou refere-se “à chance de que algum evento desfavorável irá ocorrer” (BRIGHAM et al, 2008, p. 175), ou ainda à possibilidade de um investidor ganhar menos que o esperado em determinado investimento. Dessa forma, quanto maior a possibilidade de retornos baixos ou negativos, mais arriscado é o investimento.

Há dois tipos de risco: o sistemático (ou conjuntural) e o não sistemático (ou próprio de um ativo). O primeiro afeta todos os ativos ou empresas de um mercado, enquanto o segundo afeta apenas um único ativo ou empresa (ASSAF NETO, 2009). Contudo, segundo Bernstein (1997), os investidores podem administrar os riscos a que estão sujeitos. De acordo com Valle e Teixeira (2008, p. 2) “um dos temas desenvolvidos em finanças consiste em estudar como um investidor poderia tomar

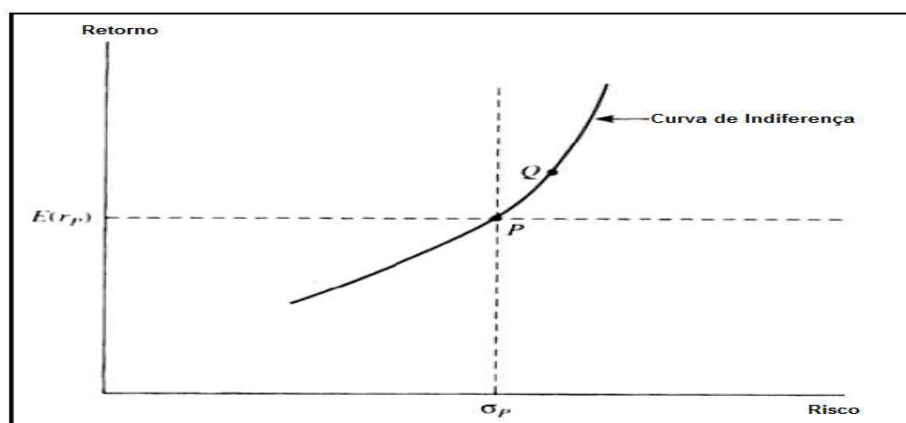
melhores decisões sobre sua composição de investimentos. As análises são baseadas em ótica de retornos esperados e riscos incorridos”. Na visão de Neves (2007, p. 26):

Todo investidor, a partir da comparação racional que pode promover entre as utilidades das alternativas financeiras disponíveis, é capaz de construir uma escala (tabela) de preferências, conceito essencial de sua decisão em condições de risco. Na escala de preferências, coexistem inúmeras possibilidades de investimentos igualmente atraentes ao investidor, apresentando idênticos graus de utilidade (satisfações) em relação ao risco e retorno esperados. Assim, seguindo um comportamento de natureza comparativa, o investidor pode selecionar racionalmente uma alternativa de aplicação de capital que lhe proporcione a maior satisfação (utilidade) possível.

Essa correlação entre risco e retorno denomina-se dilema risco-retorno, que consiste na definição, pelos investidores racionais, do objetivo de maximizar a utilidade esperada, requerendo maiores taxas de retorno para maiores níveis de riscos, bem como se satisfazendo com menores taxas de retorno para menores níveis de risco.

O dilema risco-retorno é representado pela denominada curva de indiferença, a qual, segundo Neves (2007), representa a satisfação da utilidade de um investidor, pois para ele representa o retorno requerido para determinado nível de risco.

Figura 1: Curva de indiferença



Fonte: elaborado pelos autores, com base em Assaf Neto (2009).

A curva de indiferença representada na Figura 1 visa avaliar a reação de um investidor diante das diferentes alternativas de investimento, identificando aquelas capazes de satisfazer suas expectativas de risco e retorno demonstrados em curva (ASSAF NETO, 2009).

2.1 ESTUDOS ANTERIORES

A indagação acerca da correlação entre a adesão de boas práticas de governança corporativa e seus fatores associados é recorrente nos principais congressos e revistas. Entretanto, poucas pesquisas investigaram a correlação entre governança corporativa, risco e retorno. As pesquisas mais recorrentes investigaram a correlação entre governança corporativa e o risco ou o retorno, individualmente, destacando-se aquelas listadas no Quadro 1.

Quadro 1: Estudos empíricos anteriores

AUTORIA	OBJETIVO	RESULTADO
Skaife, Collins e LaFond (2006)	Investigar a relação entre melhores práticas de governança corporativa e o risco da empresa medido pelas agências de <i>rating</i>	Algumas práticas de governança corporativa apresentaram relação positiva na redução do risco
Macedo, Mello e Tavares Filho (2006)	Investigar se a adesão ao Nível 1 de governança corporativa da BM&FBovespa afeta o risco da empresa	Não foram encontradas evidências estatísticas significantes que levem a concluir que a adesão ao Nível 1 altera a percepção de risco das empresas
Rogers, Securato e Ribeiro (2008)	Verificar se empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa obtêm maior retorno	Retorno das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é maior que o das empresas com práticas superiores
Almeida et al (2010)	Investigar se há correlação entre a qualidade das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas brasileiras de capital aberto e os respectivos desempenhos	As práticas de governança influenciam positivamente o retorno sobre os ativos, sugerindo que empresas com melhores práticas tendem a apresentar melhor desempenho
Silva e Carmona (2010)	Analisar se há correlação entre o risco e as boas práticas de governança corporativa, por meio da comparação de carteiras de empresas com e sem boas práticas de governança	Uma carteira composta por empresas com boas práticas de governança corporativa apresenta menor risco comparativamente a uma carteira de empresas que não adotam boas práticas

Fonte: elaborado pelos autores.

Nos estudos apresentados no Quadro 1, percebe-se que a correlação entre a adesão às boas práticas de governança corporativa e o risco é um assunto controverso. Com efeito, nos estudos de Skaife, Collins e LaFond (2006) e Silva e Carmona (2010), constatou-se que a adesão a boas práticas de governança corporativa promove uma redução do risco, enquanto no estudo de Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) não foram encontradas evidências dessa correlação.

A mesma controvérsia pode ser percebida nos resultados de estudos que trataram da correlação entre a adesão de boas práticas de governança corporativa e o retorno. De fato, enquanto o estudo de Almeida et al (2010) identificou que a adesão a boas práticas de governança corporativa promove um aumento do retorno, no estudo de Rogers, Securato e Ribeiro (2008) os resultados indicaram que a governança corporativa diminui o retorno.

Dentre as pesquisas que tentaram correlacionar a governança corporativa, o risco e o retorno, destacam-se Sirqueira (2007), Oliveira e Lima (2007) e Lameira *et al* (2010). Sirqueira (2007) testou se as ações das empresas que adotam boas práticas de governança corporativa apresentam maiores retornos e menores riscos, por meio de técnicas de programação linear. Os resultados do estudo revelaram que compromissos de adesão a boas práticas de governança corporativa podem proporcionar maiores retornos e menores riscos.

Oliveira e Lima (2007) testaram se há um diferencial de retorno e risco nas empresas que adotam as práticas de governança corporativa, comparativamente a outras empresas. Os resultados do estudo revelaram que empresas que adotam as práticas de governança corporativa obtiveram retorno maior e apresentaram risco menor. Lameira et al (2010) testaram a correlação entre a qualidade da governança corporativa, medida por meio de um questionário, o retorno, medido através do *return*

on equity, algumas variáveis de valor e o risco, mensurado pelo *weighted average cost of capital*. Como resultado, foi verificada a existência de relações estatisticamente significativas entre maiores níveis de governança, menores riscos, maior valor e melhores desempenhos.

3 METODOLOGIA

Quanto ao objetivo, a pesquisa é do tipo teórico-empírico, e adota os procedimentos bibliográfico e documental. O estudo tem natureza quantitativa, uma vez que, segundo Martins e Theóphilo (2009), esse tipo de pesquisa utiliza procedimentos estatísticos para organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados. Para responder à questão de pesquisa, a seleção das empresas que compuseram a amostra do estudo se deu a partir da população de empresas não financeiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa no dia 1º de novembro de 2010 e que no período de 2005 a 2009 tiveram suas informações contábeis disponibilizadas na base de dados Economática®. Assim, a pesquisa reuniu dados de 266 empresas.

Após a definição da amostra da pesquisa, partiu-se para a coleta das variáveis representativas para o risco e o retorno das empresas. As fórmulas de cálculo dessas variáveis, conforme Quadro 2, foram definidas com base em estudos empíricos anteriores, como os de Bastos e Nakamura (2009), Nakamura et al (2007) e Brito et al (2007).

Quadro 2: Variáveis da pesquisa

VARIÁVEL	FÓRMULA DE CÁLCULO
Risco	= Desvio-padrão do EBIT dos últimos 5 anos / Ativo Total
Retorno	= Lucro Líquido do período / Patrimônio Líquido inicial

Fonte: elaborado pelos autores.

Os dados utilizados no desenvolvimento da pesquisa foram extraídos de balanços patrimoniais e demonstrações do resultado do exercício obtidos junto à base de dados Economática®, tratando-se, portanto, de dados secundários. Já a variável segmento de listagem observou o enquadramento de cada empresa na BM&FBovespa.

Utilizou-se a técnica estatística multivariada Análise de Correspondência (Anacor), sendo empregadas duas variações da técnica: a simples, que utiliza apenas duas variáveis; e a múltipla, que emprega mais de duas variáveis simultaneamente, também conhecida como análise de homogeneidade. De acordo com Fávero et al (2009, p. 272), a Anacor “é uma técnica que exhibe as associações entre um conjunto de variáveis categóricas não métricas em um mapa perceptual, permitindo, dessa maneira, um exame visual de qualquer padrão ou estrutura nos dados”. As associações entre as variáveis são inferidas com base nas posições respectivas no mapa perceptual, de maneira que a análise desse mapa se dá pelo exame das relações de proximidade geométrica das categorias de variáveis (FÁVERO et al, 2009).

A Anacor utiliza variáveis não métricas, razão pela qual fez-se necessário transformar as variáveis em elementos não métricos por agrupamento. Assim, as variáveis risco e retorno foram segmentadas em níveis de acordo com os quartis das distribuições das variáveis, de modo que o primeiro quartil representou um menor risco ou retorno e o último quartil um maior risco ou retorno. A variável adesão a boas práticas de governança corporativa relativa a cada empresa foi identificada pelo respectivo segmento de listagem da BM&FBovespa. Porém, para utilização da Anacor, deve-se primeiramente atender ao pressuposto da dependência entre as variáveis utilizadas, utilizando-se o teste Qui-quadrado para investigar a dependência entre as variáveis.

Para se fazer o processamento dos dados, foi utilizado o *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences*. O presente estudo utilizou nível de significância 5%, o que corresponde a 95% de segurança na fidedignidade dos resultados. Para atender ao objetivo da presente pesquisa e testar a hipótese formulada, foram realizados três testes: o primeiro testou a correlação entre os segmentos de listagem e o risco; o segundo testou a correlação entre os segmentos de listagem e o retorno; e o terceiro testou a correlação entre os segmentos de listagem, o risco e o retorno concomitantemente. Adicionalmente, foram utilizadas técnicas de estatísticas descritiva, as quais possibilitaram uma análise geral acerca dos valores do risco e do retorno das empresas participantes da amostra.

4 RESULTADOS

Pelo fato de o cálculo do risco das empresas utilizar uma série histórica de informações do EBIT algumas empresas foram excluídas da amostra final do estudo, por não possuírem informações suficientes para o cálculo da variável. Foram excluídas ainda as empresas do setor financeiro. A Tabela 1 apresenta a distribuição da população e da amostra por segmento de listagem na BM&FBovespa.

Tabela 1: População e amostra por segmento de listagem da BM&FBovespa

SEGMENTO	POPULAÇÃO	AMOSTRA	%
Nível 1	35	25	71,4
Nível 2	19	9	47,4
Novo Mercado	110	51	46,4
Demais Empresas	259	181	69,9
Total	423	266	62,9

Fonte: elaborado pelos autores.

De acordo com as informações mostradas na Tabela 1, o Nível 1 foi o segmento com a menor proporção de empresas excluídas da amostra final (28,6%), enquanto o Novo Mercado assinalou a maior proporção (53,6%). Ao todo, foram excluídas 157 empresas, ou 37,1%.

Para o alcance do objetivo do presente estudo, *a priori*, utilizou-se a análise descritiva das variáveis risco e retorno. A Tabela 2 apresenta o sumário das estatísticas descritivas para o risco, enquanto a Tabela 3 apresenta o sumário para o retorno.

Tabela 2: Estatísticas descritivas - Risco

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Demais Empresas
Média	0,032628	0,023912	0,050376	0,136644
Mediana	0,028045	0,021023	0,037725	0,039793
Desvio-padrão	0,017939	0,006775	0,054126	0,337982
Coefficiente de Variação	0,549797	0,283338	1,074453	2,473456
Mínimo	0,006059	0,01745	0,009789	0,001684
Máximo	0,078483	0,03858	0,274466	2,478659
Contagem	51	9	25	181

Fonte: elaborado pelos autores.

De acordo com a Tabela 2, o nível de risco do grupo de empresas não pertencentes a nenhum dos três níveis diferenciados de governança corporativa mostrou-se superior ao dos demais segmentos, em virtude de suas medidas de tendência central, média e mediana, apresentarem valores comparativamente mais elevados. Os demais segmentos apresentaram níveis de risco muito próximos, uma vez que a média varia muito pouco entre os segmentos.

A Tabela 2 possibilita ainda a inferência acerca da dispersão dos dados. A variabilidade, medida pelo coeficiente de variação, do risco do Nível 1 e das empresas não pertencentes a nenhum dos segmentos diferenciados é considerada estatisticamente elevada, o que indica uma maior variação da distribuição do risco desses dois grupos de empresas.

Infere-se ainda, na Tabela 2, uma grande amplitude entre o menor e o maior valor do risco para as empresas do Nível 1 e aquelas não pertencentes a nenhum dos segmentos diferenciados, fato esse não observado no Nível 2 e no Novo Mercado.

Tabela 3: Estatísticas descritivas - Retorno

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Demais Empresas
Média	0,27003	0,453043	0,115143	0,233938
Mediana	0,187945	0,199768	0,138752	0,117461
Desvio-padrão	0,489389	0,654554	0,183367	1,231366
Coeficiente de Variação	1,812349	1,444795	1,592515	5,263652
Mínimo	-0,30078	0,074505	-0,65932	-6,22222
Máximo	3,426385	2,137389	0,406096	10
Contagem	51	9	25	181

Fonte: elaborado pelos autores.

De acordo com a Tabela 3, o Nível 2 apresenta o maior nível de retorno, enquanto o Nível 1 apresenta o menor. O grupo de empresas do Novo Mercado e o das empresas não pertencentes a nenhum dos segmentos diferenciados apresentaram níveis de retorno aproximados.

Quando se analisa a variabilidade do retorno dos segmentos, percebe-se uma alta variação para os quatro grupos, o que significa haver uma grande variação na distribuição do retorno de tais segmentos. Percebe-se ainda uma grande amplitude entre o menor e o maior valor do retorno para todos os segmentos, com destaque para a amplitude do grupo de empresas não pertencentes a nenhum dos três segmentos diferenciados.

Conforme explicitado no tópico referente à metodologia, para utilização da Anacor deve-se primeiramente inferir pela relação de dependência entre as variáveis utilizadas na pesquisa, fazendo-se, dessa forma, necessária a utilização do teste Qui-quadrado, cujos resultados são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4: Resultados do teste Qui-quadrado

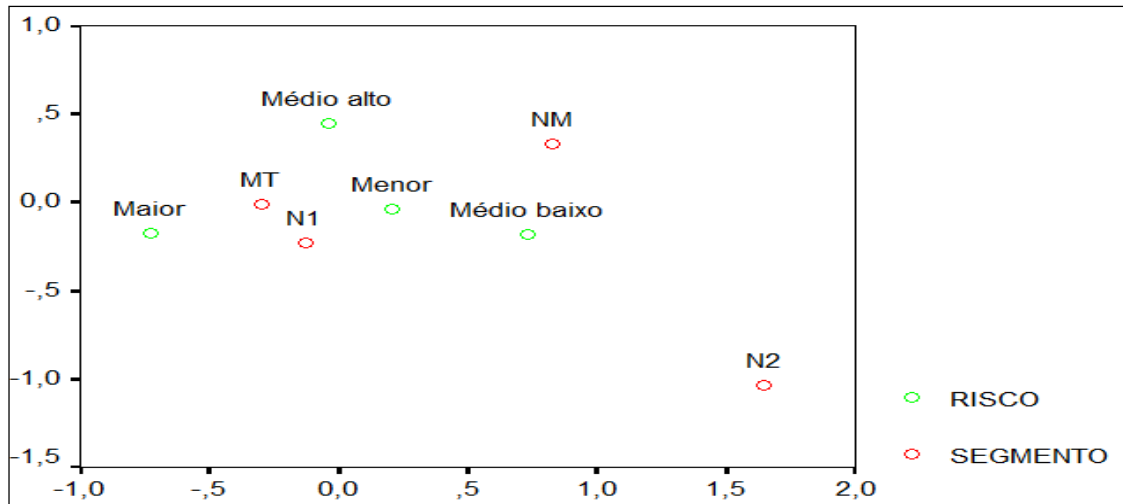
VARIÁVEL	N	P-VALUE
Segmento de Listagem <i>versus</i> Risco	266	0,006
Segmento de Listagem <i>versus</i> Retorno	266	0,009
Risco <i>versus</i> Retorno	266	0,017

Fonte: elaborado pelos autores.

Pelos resultados dos testes evidenciados na Tabela 4, pode-se inferir a relação de dependência entre todas as variáveis utilizadas na pesquisa, já que seus respectivos *p-values* assumiram valores

menores que o nível de significância adotado no presente estudo (5%). Portanto, os resultados encontrados no teste Qui-quadrado viabilizam a utilização da Anacor para os três testes a serem realizados. Na Figura 2 apresenta-se o mapa perceptual obtido para adesão às boas práticas de governança corporativa e nível de risco.

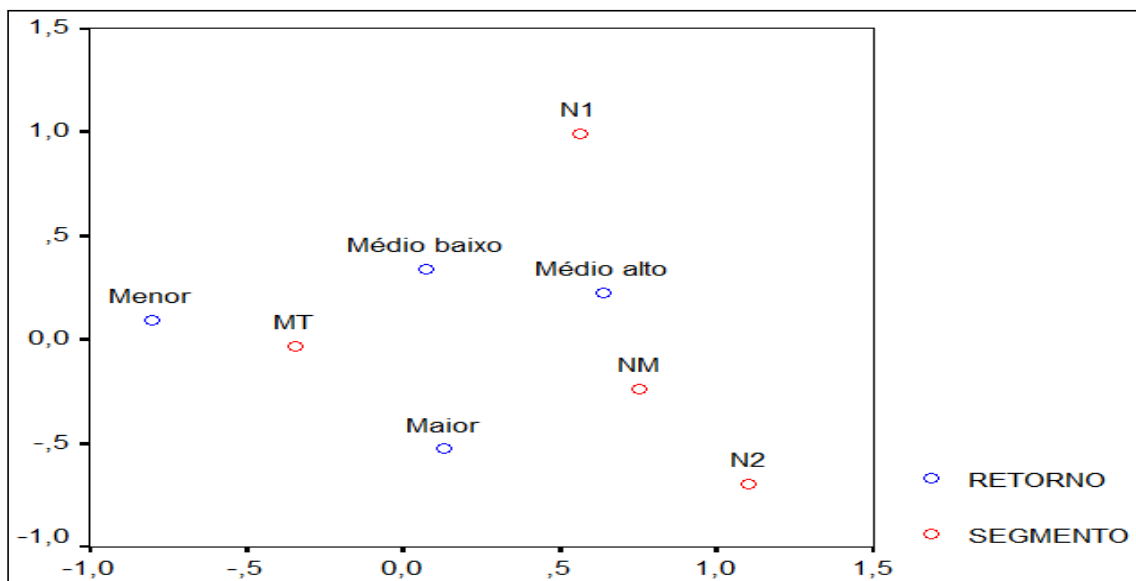
Figura 2: Mapa perceptual do segmento de listagem x risco



Fonte: elaborado pelos autores.

A partir da relação de proximidade entre as variáveis no mapa perceptual mostrado na Figura 2, percebe-se que uma maior adesão a boas práticas de governança corporativa está associada a um risco médio-baixo. O resultado obtido vai de encontro aos resultados encontrados por Skaife, Collins e Lafond (2006), Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) e Silva e Carmona (2010). A segunda análise teve o intuito de testar a associação entre as variáveis adesão às boas práticas de governança corporativa e nível de retorno, sendo apresentado na Figura 3 o mapa perceptual obtido para as variáveis citadas.

Figura 3: Mapa perceptual do segmento de listagem x retorno

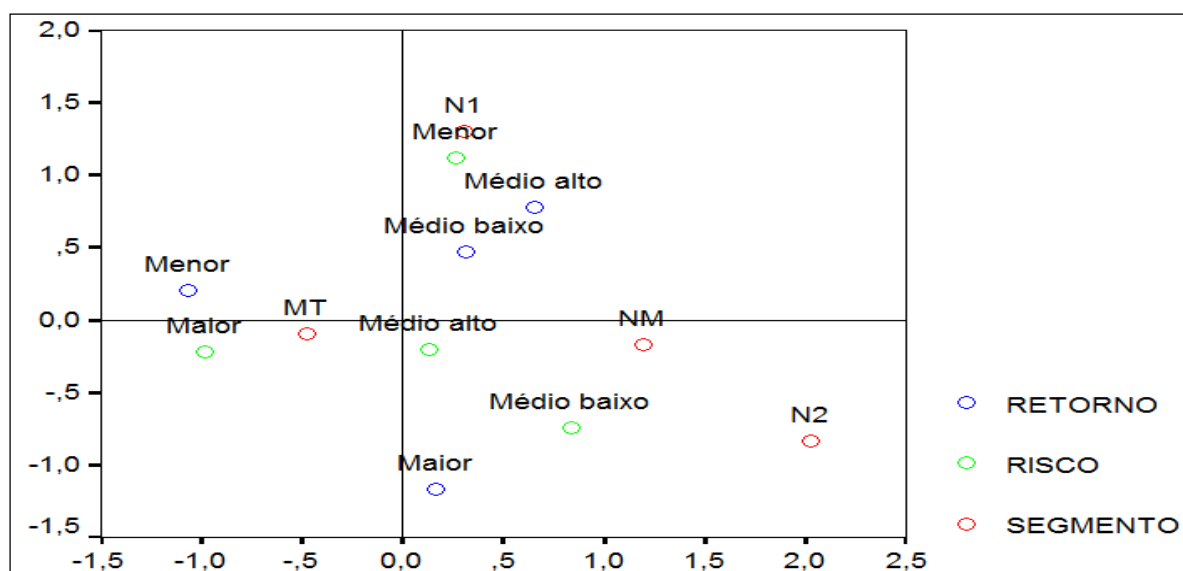


Fonte: elaborado pelos autores.

De acordo com a Figura 3, constata-se que uma maior adesão a boas práticas de GC está associada a um retorno médio-alto, o que corrobora o e

studo de Almeida et al (2010), mas vai de encontro ao estudo de Rogers, Securato e Ribeiro (2008). A última análise procurou testar a associação entre as três variáveis em um único mapa perceptual, conforme Figura 4.

Figura 4: Mapa perceptual do segmento de listagem x risco x retorno



Fonte: elaborado pelos autores.

De acordo com o mapa perceptual apresentado na Figura 4, uma maior adesão a boas práticas de governança corporativa está associada a um risco médio-baixo e a um retorno médio-baixo, o que vai de encontro aos resultados encontrados por Sirqueira (2007), Oliveira e Lima (2007) e Lameira et al (2010). Portanto, os testes realizados proporcionaram sustentação para se inferir pela rejeição da hipótese da pesquisa, já que as empresas em segmentos de listagem com maior adesão de boas práticas de governança corporativa da BM&FBovespa não apresentam menores riscos nem obtêm menores retornos.

5 CONCLUSÕES

O presente estudo teve por objetivo investigar a correlação entre o grupo de empresas de cada segmento de listagem da BM&FBovespa, o risco e o retorno respectivos. As variáveis risco e retorno foram mensuradas, respectivamente, pelo desvio-padrão do EBIT sobre o Ativo Total e o pelo retorno sobre o Patrimônio Líquido inicial, obtidos na base de dados do software Economática®. A partir desses dados, foi utilizada a técnica estatística Análise de Correspondência (Anacor) para verificar a associação entre as três variáveis.

Em decorrência dos benefícios proporcionados pela boa governança corporativa, esperava-se que a adoção de tais práticas proporcionasse uma redução do risco para essas empresas, e que, com base no dilema risco-retorno, proporcionassem ainda redução nos retornos. Contudo, os testes realizados revelaram que empresas que adotam voluntariamente melhores práticas de governança corporativa, através da listagem em segmentos diferenciados da BM&FBovespa, não apresentam menores riscos nem obtêm menores retornos.

Cabe destacar que os achados da presente pesquisa estão limitados às empresas brasileiras utilizadas na amostra e ao período analisado (exercício de 2009). Para posteriores pesquisas, sugere-se a análise de diferentes empresas de diferentes países e a ampliação do limiar temporal do presente estudo.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. A. et al. Governança corporativa e desempenho: um estudo das empresas brasileiras não listadas na Bovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2009.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, maio/ago. 2009.
- BERNSTEIN, P. L. **Desafio aos deuses**: a fascinante história do risco. (Tradução Ivo Korylowski). 15. reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 1997.
- BM&FBOVESPA. **Novo Mercado BM&FBovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/ISE.pdf>>. Acesso em: 1 dez. 2010.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira**: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2008.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm performance. **Social Science Research Network**, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423>. Acesso em: 6 dez. 2010.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p.19-32, jul./set. 2002.
- FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados**: modelagem multivariada para a tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campus, 2009.
- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2009.
- LAMEIRA, V. J. et al. Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. **Revista de Economia e Administração**, v. 9, n. 1, p.17-76, jan./mar. 2010.
- MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F. Adesão ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2006.
- MARTINS, G. A.; THÉOPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Editora Atlas, 2009.
- NAKAMURA, W. T. et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p.72-85, maio/ago. 2007.

NEVES, M. P. **Investimento em mercado de capitais**: estudo do equilíbrio entre riscos e retorno, através da diversificação eficiente. 2007. 100p. Monografia (Especialização em Gestão de Negócios) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

OLIVEIRA, L. P.; LIMA, A. F. Mercado de capitais e práticas de governança corporativa no Brasil no período de 2004 a 2007. **Jovens Pesquisadores**, n. 7, jul./dez. 2007.

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

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. U. M.. A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p.348-361, out. /dez. 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; SILVA, A. L. C. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração**, v. 44, n. 3, p.173-189, jul./set. 2009.

SIRQUEIRA, A. B. **Governança corporativa e otimização de portfólios**: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança. 2007. 111p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SKAIFE, H. A.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, n. 42, p.203-243, 2006.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a *performance* das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p.673-674, out./dez. 2005.

VALLE, M. R.; TEIXEIRA, S. C. Associação entre beta contábil e beta de mercado: análise para o mercado financeiro brasileiro. **Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 3, p. 1-21, jul./set. 2008.