

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**

EDUARDO ANTONIO PUCHALSKI

**EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELAÇÃO ENTRE A
INCERTEZA DA POLÍTICA ECONÔMICA E VALOR DA FIRMA NO CONTEXTO
BRASILEIRO**

PORTO ALEGRE

2022

EDUARDO ANTONIO PUCHALSKI

EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELAÇÃO ENTRE A INCERTEZA
DA POLÍTICA ECONÔMICA E VALOR DA FIRMA NO CONTEXTO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão do curso de Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Daniel Ferreira Caixe

PORTO ALEGRE

2022

EDUARDO ANTONIO PUCHALSKI

EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELAÇÃO ENTRE A INCERTEZA
DA POLÍTICA ECONÔMICA E VALOR DA FIRMA NO CONTEXTO BRASILEIRO

Trabalho de conclusão do curso de Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

CONCEITO FINAL:

APROVADO EM __ DE _____ DE 2022

Banca examinadora:

Prof. Dr. Guilherme Kirch

Orientador: Prof. Dr. Daniel Ferreira Caixe

AGRADECIMENTOS

Enquanto agradeço, passa o filme da oportunidade de ter entrado no curso de Administração da UFRGS e tornado Porto Alegre minha casa. Impossível imaginar o que seria minha vida sem que tivesse vivido estes últimos 5 anos e meio. E nada disso seria possível sem minha família, potencializadores e razão de tudo; meus amigos, companheiros de jornada; e com as virtudes da vida, que me garantiu a sorte de ter tido experiências que me testaram, ensinaram e me fizeram crescer.

Agradeço à minha família - Meu pai, Gilberto; minha mãe, Gilsa; e minha irmã, Mariana. Vocês são inspiração e fundamentais na realização de meus sonhos. Meu pai, minha base. Sua forma de ver a vida, negócios, coisas boas e ruins me são referência para ver o mundo da melhor forma. Minha mãe, meu porto seguro. Incansável em perseguir seus sonhos, fez possível o meu. Minha irmã, minha companheira. Estivemos juntos em todos os desafios da vida e fez a vida muito mais fácil.

Agradeço aos meus amigos Andressa Munaro, Guilherme Webster, Gustavo Pedrotti, João Pedro Schmeikal, Matheus Passos e Tiago Pisoni. Companheiros na jornada, com vocês tudo ficou mais fácil, aprendemos uns com os outros nas boas e nas ruins. Quero agradecer também àqueles que, por bem ou mal, se distanciaram, mas em sua passagem deixaram sua marca em minha trajetória.

Agradeço ao que a UFRGS me proporcionou dentre suas atividades curriculares e oportunidades fora da sala de aula. Em especial, ao Centro Acadêmico da Escola de Administração da UFRGS (CAEA). O lugar que me fez sentir acolhido após chegar em Porto Alegre, com pessoas sensacionais e um propósito incrível. Lá, descobri um dos maiores conceitos que vou levar para o resto da vida: impacto positivo. Também aproveito para agradecer os professores da UFRGS que durante os 10 semestres transmitiram inúmeros conceitos, conhecimentos e experiências de vida.

Ter tido as oportunidades de aprender com o mercado foi fundamental em perceber que a Administração foi a melhor formação que pude ter. Meu agradecimento à Kienbaum, SLC Agrícola e a O2 Inc. que, através das convivências e dos desafios, me fizeram um profissional e uma pessoa melhor.

Agradeço ao meu orientador, professor Daniel Ferreira Caixe, que me direcionou os caminhos e aprendizados dentre um tema tão desafiador.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar como a governança corporativa afeta a relação entre a incerteza da política econômica (IPE) e o valor da firma. São analisadas duas composições de empresas: empresas com boa governança (empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3) e empresas com governança ruim (listadas no segmento Tradicional da B3). Era esperado que o efeito negativo de redução de valor em função de alta IPE fosse maior para empresas mal governadas, face a maior propensão de comportamentos oportunistas de expropriação de riqueza por parte dos controladores. Porém, os resultados apontam que o efeito negativo da IPE é maior para empresas bem governadas. Estes resultados são interpretados como o mercado já aplicando um desconto para as empresas mal governadas, uma vez que sua rentabilidade é menor e são mais propensas a sofrer com problemas de agência. A redução do valor para as empresas de boa governança é interpretada como a crença do mercado num aumento dos custos de agência e uma redução de suas rentabilidades em decorrência do aumento da incerteza na política econômica.

Palavras-chave: Governança corporativa. Incerteza da política econômica. Valor da firma.

ABSTRACT

This study aims to investigate how corporate governance affects the relationship between economic policy uncertainty (EPU) and firm value. Two compositions of companies are analyzed: companies with good governance (companies listed in the Novo Mercado segment of B3) and companies with bad governance (listed in the Traditional segment of B3). It was expected that the negative effect of reducing value due to high EPU would be greater for poorly governed companies, given the greater propensity of opportunistic behavior of expropriation of wealth by the controllers. However, the results show that the negative effect of IPE is greater for well-governed companies. These results are interpreted as the market already applying a discount to poorly governed companies, since their profitability is lower and they are more likely to suffer from agency problems. The decrease in value for companies with good governance is interpreted as the market's belief in an increase in agency costs and a reduction in their profitability as a result of increased uncertainty in economic policy.

Keywords: Corporate governance. Economic policy uncertainty. Firm value.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | | |
|-----------|---|----|
| Quadro 1 | Descrição das variáveis..... | 13 |
| Gráfico 1 | Incerteza da Política Econômica (Índice BBD)..... | 14 |

LISTA DE TABELAS

| | | |
|----------|---|----|
| Tabela 1 | Estatísticas descritivas para a amostra total..... | 15 |
| Tabela 2 | Estatísticas descritivas de empresa bem e mal governadas..... | 15 |
| Tabela 3 | Regressões do valor de mercado corporativo..... | 17 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN – Banco Central

BBD – Índice Baker, Bloom e Davis

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

IPE – Índice de incerteza da política econômica

DEL – Variável *dummy* para anos de eleições presidenciais

Q – Q de Tobin

M_Risco – Risco de mercado

DDIV – Variável *dummy* de distribuição de dividendos

DNV – Variável *dummy* para empresas do Novo Mercado

END – Índice de endividamento

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

NEG – Negociabilidade da ação

ROE – Retorno sobre o patrimônio líquido

TAM – Tamanho da firma

VPL – Valor presente líquido

SUMÁRIO

| | | |
|-----|--|----|
| 1. | INTRODUÇÃO | 4 |
| 1.1 | Justificativa..... | 5 |
| 1.2 | Objetivos..... | 6 |
| 2. | REFERENCIAL TEÓRICO | 7 |
| 2.1 | Efeito da Incerteza da Política Econômica (IPE) na atividade das empresas..... | 7 |
| 2.2 | Governança Corporativa e Valor da Firma..... | 9 |
| 2.3 | Governança Corporativa na Relação entre Incerteza Política e Valor da Firma..... | 11 |
| 3. | MÉTODO | 12 |
| 4. | RESULTADOS | 14 |
| 4.1 | Estatísticas descritivas..... | 14 |
| 4.2 | Regressões..... | 15 |
| 5. | CONCLUSÃO | 18 |
| | REFERÊNCIAS | 19 |

1. INTRODUÇÃO

Em função da natureza da tomada de decisão política e seus densos processos de implementação, a política econômica tipicamente gera um grande volume de incerteza, o que pode causar grandes impactos no mercado financeiro e no comportamento das firmas. A relevância da incerteza da política econômica (doravante, denominada de IPE) se confirma através dos efeitos que a incerteza tem, por exemplo, no desempenho econômico do país, pois desencoraja o consumo (JONES; OLSON, 2013) e investimento corporativo (WANG; CHEN; HUANG, 2014).

A IPE tem efeitos de grande relevância nas decisões de geração de valor para a firma como na redução do investimento corporativo (GULEN; ION, 2016), o aumento das taxas de desconto de seus fluxos de caixa (PÁSTOR; VERONESI, 2012) e o aumento do risco de práticas oportunistas dos controladores, buscando proteção de sua riqueza (JOHN; LITOV; YEUNG, 2008, FACCIO; MARCHICA; MURA, 2011, PANOUSI; PAPANIKOLAOU, 2012).

A literatura de finanças corporativas tem dado grande relevância a incerteza na política econômica, principalmente depois que Baker, Bloom e Davis (2016) propuseram um indicador capaz de mensurar este tipo de risco de forma bastante confiável. O indicador, que tomou a nomenclatura de índice BBD, busca captar quais políticas econômicas serão propostas e quando, além dos efeitos econômicos da ação (ou inação) política. Sua mensuração se baseia na quantidade de artigos que abordam o tema incerteza na política econômica publicados em jornais locais - No caso do Brasil, a fonte utilizada é o jornal Folha de São Paulo.

A popularidade da mensuração da IPE por meio do índice BBD pode ser constatada em diversos estudos recentes, cujos resultados indicam que a incerteza na política econômica afeta de forma considerável diferentes aspectos da atividade econômica. Destacam-se seus efeitos nos investimentos de longo prazo (WANG; CHEN; HUANG, 2014), na política de endividamento (SCHWARZ; DALMÁCIO, 2021; ZHANG et al., 2015) e na política de dividendos (ATTIG et al., 2021) das firmas. Consequentemente, uma vez que IPE pode influenciar essas importantes decisões empresariais, tal tipo de incerteza também pode impactar o valor das companhias, como sugerem os resultados de Pástor e Veronesi (2012) e Phan, Sharma e Tran (2018).

O ambiente brasileiro apresenta condições favoráveis para a investigação dos efeitos da incerteza da política econômica no desempenho das empresas, uma vez que tal tipo de risco costuma ser expressivo e intensificou-se ainda mais desde as eleições de 2014 (BARBOZA;

ZILBERMAN, 2018). O índice BBD alcançou dois recordes consecutivos no país em 2015 e 2016 (BAKER; BLOOM; DAVIS, 2016), neste período reverberaram os efeitos de episódios como o impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff, prisões de políticos influentes, questões dúbias sobre impostos e reformas trabalhistas e previdenciárias.

A governança corporativa se apresenta como um importante aspecto gerencial e legal que pode afetar as decisões das firmas. Entende-se por governança corporativa o conjunto de mecanismos que têm por finalidade incentivar os tomadores de decisão (gestores e acionistas controladores) a buscarem a maximização do valor da firma (DENIS; McCONNELL, 2003). Entre esses mecanismos, estão, por exemplo, o conselho de administração, a estrutura de propriedade e as auditorias (SILVEIRA, 2015). As boas práticas de governança reduzem custos de agência ao combaterem práticas oportunistas dos *insiders* nas decisões de investimento e financiamento das firmas (JENSEN; MECKLING, 1976), afetando o processo de criação de valor (CAIXE; KRAUTER, 2014; BROWN; CAYLOR, 2006).

Embora a literatura recente tenha atestado através do índice BBD resultados importantes a respeito da relação da incerteza da política econômica com aspectos importantes de geração de valor da firma, como citado em Gulen e Ion (2016) e Schwarz e Dalmácio (2021), pouco é explorado como os mecanismos da governança corporativa podem afetar este contexto. Em tempos de alta IPE, os acionistas controladores podem se sentir encorajados a adotarem posições oportunistas para alcançar benefícios privados, face a possibilidade de redução de sua riqueza investida nas firmas (BAE et al., 2012; BAEK; KANG; PARK, 2004; JOHNSON et al., 2000, MITTON, 2002). Eles podem, por exemplo, rejeitar projetos de VPL positivo (JOHN; LITOV; YEUNG, 2008) ou aprovar investimentos de alto risco para direcionar recursos para outras firmas sob seu controle (BERTRAND; PARAS, MULLAINATHAN, 2002, JOHN; LITOV; YEUNG, 2008, JOHNSON et al., 2000). Em ambos os casos, o processo de geração de valor da firma é comprometido, o qual pode ser influenciado pelas boas práticas de governança corporativa. Neste sentido, este trabalho buscará responder à seguinte pergunta: **de que forma a governança corporativa pode afetar o relacionamento entre IPE e valor da firma no Brasil?**

1.1 Justificativa

A pesquisa justifica-se em virtude de seus resultados terem implicações relacionadas à gestão de carteiras pelos investidores, à promoção de políticas públicas e à administração das

companhias. Tais implicações serão especialmente válidas, caso o impacto negativo da IPE no valor das firmas mal governadas seja mais expressivo do que no das firmas bem governadas.

Primeiro, sob o ponto de vista do investidor, os resultados desta pesquisa podem sugerir que se evite incluir nos portfólios ações de empresas com má governança, ou seja, empresas que fornecem fraca proteção aos seus fornecedores de capital (credores e acionistas). Segundo, dado que a IPE afeta o ambiente econômico do país, a gestão do país deveria levar em consideração com dedicação os efeitos de suas decisões, com o propósito de proteger os investidores e estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Por fim, os resultados podem contribuir para as companhias alinharem sua gestão com melhores padrões de governança para a manutenção de seu valor, visto que as firmas são mais vulneráveis a conflitos de agência em tempos de alta IPE.

1.2. Objetivos

O objetivo geral deste estudo é investigar a relação entre incerteza na política econômica, valor da firma e governança corporativa. Para tanto, tal objetivo geral é dividido nos seguintes objetivos específicos:

- Analisar a influência da incerteza na política econômica no valor de mercado corporativo;
- Avaliar o impacto das boas práticas de governança no valor de mercado empresarial; e
- Comparar os efeitos da incerteza na política econômica no valor de mercado de companhias bem governadas e mal governadas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Efeito da Incerteza da Política Econômica (IPE) na atividade das empresas

Para investigar o efeito da IPE no valor da firma, é necessário distinguir esta incerteza de literatura similar. Em primeiro lugar, IPE difere da incerteza macroeconômica, que se relaciona a incerteza sobre fundamentos macroeconômicos, enquanto IPE se refere a incerteza sobre ações do governo que afetam o ambiente econômico (BECKMANN; CZUDAJ, 2017). Segundo, a IPE difere de incerteza gerada por eventos específicos, por exemplo, eleições e crises financeiras, pois quantifica incerteza fora do período temporal capturado por estes eventos (BROGAARD; DETZEL, 2015). Terceiro, IPE difere da incerteza da firma, pois resulta das mudanças da política do governo e choques regulatórios, além de outros choques que extrapolam o controle gerencial (guerras, bloqueios comerciais etc.). Isto faz com que a IPE seja fundamentalmente exógena e mais difícil de buscar proteção para firmas e investidores do que da incerteza no nível de análise da firma (EL GHOUL et al., 2015).

O principal indicador utilizado para mensurar IPE foi desenvolvido por Baker, Bloom e Davis (2016) (índice BBD). No Brasil, a métrica calcula a frequência com que o jornal Folha de São Paulo apresenta artigos que contenham os seguintes termos: "incerto" ou "incerteza", "econômico" ou "economia"; e um ou mais dos termos políticos relevantes: regulação, déficit, orçamento, imposto, banco central, alvorada, planalto, congresso, senado, câmara dos deputados, legislação, lei, tarifa. Para cumprir os critérios estabelecidos, o artigo precisa conter termos nas três categorias pertencentes à incerteza, economia e política (BAKER; BLOOM; DAVIS, 2016).

Recentemente, estudos ganharam relevância ao analisar os efeitos da IPE na atividade econômica. De relevância para o objetivo deste trabalho, investigando as decisões de geração de valor para as firmas identifica-se que a IPE tem efeitos negativos nas decisões de investimento (GULEN; ION, 2016, BONAIME; GULEN; ION, 2018) e de financiamento das firmas (SCHWARZ; DALMÁCIO, 2021, ATTIG et al., 2021).

A respeito das estratégias de decisão de investimento, Gulen e Ion (2016) aprofundam a análise do índice BBD e encontram evidências de uma relação negativa entre a incerteza na política econômica e os investimentos de longo prazo das firmas. Os autores estimam que, se dobrado o nível de IPE, a taxa de investimento média tem uma queda de, aproximadamente, 8,7%. Estes achados são consistentes com a ideia de que as empresas preferem adiar decisões

de alocação de capital quando a incerteza sobre seus fluxos de caixa cresce, devido à irreversibilidade dos investimentos.

Avançando na análise das decisões de investimento corporativo das firmas, Bonaime, Gulen e Ion (2018) analisam os efeitos da IPE na atividade de fusões e aquisições usando o índice BBD. Seus resultados apontam uma relação negativa entre a probabilidade de investimento em aquisições e IPE e, também, que o efeito da incerteza é significativo para retardar ondas de fusões (BONAIME; GULEN; ION, 2018). Em 2020 foram registradas 1.117 fusões e aquisições no Brasil, números que não acompanharam a tendência de crescimento percebido ao redor do mundo (KPMG, 2021). Novamente, é um efeito econômico considerável para as firmas. O investimento em fusões e aquisições se apoia no conceito de sinergia, fundamental para aumento das receitas, redução de custos e consequente aumento do valor da firma (RHODES-KROPF; ROBINSON, 2008).

Analisar o comportamento das firmas em suas decisões de financiamento é fundamental para investigar a tomada de decisão de geração de valor para as firmas, pois o custo e alocação de capital são determinantes nesta avaliação. Neste prisma, Schwarz e Dalmácio (2020) realizam um estudo a respeito da IPE e alavancagem das firmas brasileiras no período de 2010-2019. Seus resultados apontam uma relação positiva entre IPE e a alavancagem corporativa através de financiamento com dívida, resultando no aumento de seus níveis de endividamento (SCHWARZ, DALMÁCIO, 2020). No entanto, ao passo que o endividamento cresce via dívida em tempos de elevada IPE, o mercado percebe uma deterioração do ambiente de financiamento via subscrição de ações (*equity*), demonstrando uma clara preferência de escolha na estratégia de captação de recursos (SCHWARZ, DALMÁCIO, 2020). Este resultado é suportado pela avaliação de Pástor e Veronesi (2012) e Phan, Sharma e Tran (2018) que verificam a queda do preço das ações em tempos de incerteza. Ou seja, ao passo que se percebe a desvalorização do preço da ação, buscar a emissão de novas ações é uma decisão de alavancagem desfavorável.

Os resultados de Attig et al. (2021) são relevantes para a literatura de financiamento das firmas, os quais apontam uma relação positiva entre a política de distribuição de dividendos e IPE. Esta relação tem impacto em uma série de problemas de agência, pois o maior pagamento de dividendos em tempos de alta IPE tende a fazer os controladores mais disciplinados no gerenciamento dos recursos da firma (ATTIG et al., 2021). Entretanto, o reflexo de maiores pagamentos de dividendos para os acionistas irá, naturalmente, reduzir o fluxo de caixa das firmas disponível para reinvestimento, fazendo com que elas adentrem o mercado de capitais para financiar futuros investimentos (EASTERBROOK, 1984).

O trabalho de Pastor e Veronesi (2012) traz a conclusão de que tempos de incerteza afeta o valor da firma. O modelo desenvolvido traz evidências de que, na média, o preço da ação das firmas cai no anúncio de mudança da política. Os resultados deste trabalho apontam que o valor esperado de uma ação é negativo no anúncio de uma mudança política e, junto a este efeito, as taxas de desconto tendem a ser maiores, pois a nova política retém a possibilidade de aprender mais com a política antiga, portanto, leva o preço das ações para baixo (PASTOR; VERONESI, 2012). O efeito de incerteza gerado pelo anúncio e o custo de aprender a trabalhar face o anúncio de uma nova política resulta na queda do valor da firma.

Complementar ao trabalho de Pastor e Veronesi (2012), Phan, Sharma e Tran (2018) estudam a IPE em um modelo de previsão do retorno de ações a partir de uma amostra global. Seus resultados apontam que em um número expressivo de países (Canadá, Índia, Coreia do Sul, Japão e Estados Unidos) a IPE é um preditor significativo do retorno de ações (PHAN; SHARMA; TRAN, 2018). Ou seja, Phan, Sharma e Tran (2018) foram bem-sucedidos ao capturar os efeitos negativos gerados pela incerteza no preço das ações. Os resultados de Pastor e Veronesi (2012) e Phan, Sharma e Tran (2018), ao concluir a relação negativa entre incerteza e o preço das ações, trazem fundamental relevância à temática de proteção do valor da firma, especialmente em tempos de alta incerteza.

2.2 Governança Corporativa e Valor da Firma

A literatura de governança corporativa se propõe a estudar fundamentalmente o relacionamento de agência, os custos desta relação e a hipótese de que este sistema influencia o desempenho das empresas (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). O problema de agência é o elemento essencial da relação contratual da firma constituída entre o principal e agente, temática desenvolvida nos trabalhos de Coase (1937), Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). “A essência do problema de agência está nos pressupostos de inexistência de contratos completos e o oportunismo dos agentes econômicos” (JENSEN; MECKLING, 1976). Esta relação supõe que os investidores irão alocar seu capital nas empresas para, então, coletar um retorno gerado pelos administradores. Em função da incapacidade de garantir plenitude desta suposição, surgem os chamados custos de agência: a necessidade de monitoramento dos agentes, os custos de relacionamento dos agentes e as perdas residuais (SHLEIFER; VISHNY, 1996). A existência dos custos de agência gera uma inevitável redução no valor da firma pois podem resultar em práticas oportunistas do administrador (ou acionista controlador) que visam ao benefício próprio e não ao interesse dos acionistas como: pagamento de remunerações e

benefícios excessivos autoconcedidos; resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões; e gestão de resultado com foco em prazos curtos (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

No contexto brasileiro, a questão fundamental da governança corporativa para a proteção de valor da firma é evitar que os controladores expropiem a riqueza dos minoritários e, através de um conjunto de mecanismos (internos e externos) de incentivo e controle, minimizar os custos de agência (DA SILVEIRA, 2015). Os mecanismos externos são proteção legal aos investidores; mercado de controle corporativo; e mercado de produtos. “Os mecanismos internos são um conjunto de boas práticas que garantem uma estrutura capacitada para a tomada de decisão e transparência na transmissão da informação para os acionistas” (IBGC, 2015). Entre os principais mecanismos internos de governança estão a estrutura acionária, a diretoria executiva, o conselho de administração, a auditoria externa e o sistema de remuneração de executivos (DA SILVEIRA, 2015).

Durante a década de 90, episódios configuraram a pressão pela adoção de melhores práticas de governança corporativa. Entre eles, fraude nos registros contábeis de bancos brasileiros levaram a decisão de liquidação destas empresas pelo Banco Central (BACEN) no Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). Além disto, a revogação de um importante artigo da então Lei das S.A. foi revogado. Este artigo, que garantia o direito de 100% de *tag along*, foi uma perda muito grande no que diz respeito à proteção dos direitos dos acionistas minoritários (CARVALHO, 2002; SILVEIRA; 2010).

Estes acontecimentos levaram a criação da Lei nº 10.303/01 (a “Nova Lei das S.A.”) que limitou a emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações (antes limitada a 66,7%), garantiu o direito de os preferencialistas elegerem um membro do Conselho de Administração e trouxe o reestabelecimento parcial do *tag along* em 80%. Neste mesmo período, a criação dos segmentos diferenciados de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) abriu espaço o desenvolvimento do modelo emergente de governança corporativa no Brasil. Empresas que quiserem abrir seu capital e/ou migrar de segmento terão de aderir a melhores protocolos de governança.

A adoção de práticas de governança corporativa é estudada e demonstrada com efeitos positivos no custo de capital (FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016) e no aumento dos níveis de indicadores de performance operacional (BHAGAT; BOLTON, 2008). A adoção de maior transparência na transmissão de informações relevantes para o mercado e o comprometimento com a proteção dos direitos de acionistas minoritários e credores colocam-

se como fatores fundamentais no acesso à crédito de relativo menor custo e de perfil de maior prazo (FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016). No estudo de Bhagat e Bolton (2008), a análise dos mecanismos de governança corporativa de posse de ações pelo Conselho Administrativo e separação dos cargos de CEO e *Chairman* (Presidente do Conselho de Administração) foram positivamente relacionadas com melhor performance operacional das firmas.

Portanto, a literatura conclui que a os mecanismos de governança corporativa são positivamente relacionados com o valor da firma (CREMERS; NAIR, 2005, BROWN; CAYLOR, 2006; CAIXE; KRAUTER, 2014). No Brasil, o estudo de Caixe e Krauter (2014) atesta que empresas que adotam padrões mais rígidos de governança corporativa através da inserção nos segmentos diferenciados da B3 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) são mais valorizadas pelo mercado.

2.3. Governança Corporativa na Relação entre IPE e Valor da Firma

O aumento de IPE, em geral, reduz o consumo e os investimentos na economia, o que tende a diminuir as vendas e, conseqüentemente, a rentabilidade e o valor das companhias (BLOOM, 2009; PÁSTOR; VERONESI, 2012). Assim, tempos de alta incerteza na economia tendem a fazer com que acionistas e controladores adotem comportamentos oportunistas em relação a decisões importantes de geração de valor das firmas, com o intuito de compensar a redução de suas riquezas (BAE et al., 2012; BAEK; KANG; PARK, 2004; JOHNSON et al., 2000, MITTON, 2002). Dentre as práticas oportunistas, destacam-se a rejeição de projetos mais arriscados de potencial geração de valor e a *tunneling distortion*. A governança corporativa e seus mecanismos se apresentam como potenciais fatores que afetam essa relação.

A literatura atesta que a introdução de melhores práticas de governança corporativa, relacionadas à maior independência do conselho, menor divergência entre controle e propriedade e maior proteção dos investidores, podem estimular a tomada de risco pela firma, combatendo a rejeição de projetos com VPL positivo e de maior risco (PATHAN, 2009; SU; LI; WAN, 2017; LU; WANG, 2018; KOIRALA et al., 2020). Em paralelo, a governança corporativa também poderia combater a prática de *tunneling*, por meio do aumento do monitoramento e da transparência das decisões corporativas e do maior alinhamento entre os interesses dos acionistas controladores e minoritários a partir, por exemplo, da redução da divergência entre os direitos sobre o fluxo de caixa e de voto (CAIXE; KALATZIS; DE CASTRO, 2019).

3. MÉTODO

Com o intuito de fazer inferências sobre a relação entre a incerteza na política econômica, valor da firma e governança corporativa nas organizações brasileiras, é utilizada uma amostra constituída por empresas não financeiras e de capital aberto que tiveram suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o período de 2001 a 2019. Foram excluídas empresas dos segmentos de listagem Nível 1 e Nível 2 da Bolsa, Brasil, Balcão (B3), com o objetivo de comparar firmas com maior divergência entre as práticas de governança adotadas, focando exclusivamente nas empresas dos segmentos Tradicional e Novo Mercado. As informações são organizadas na forma de dados longitudinais firma-ano. A amostra final é composta por 3.582 observações de 419 companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, que constitui um painel não balanceado.

Os dados contábeis e de mercado foram obtidos no sistema de informações Economática® e corrigidos pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo). As informações de governança corporativa foram extraídas da B3. O índice BBD foi coletado do site: <https://www.policyuncertainty.com>.

Tendo como referência, principalmente, os recentes trabalhos que deram ao índice BBD grande representatividade na literatura sobre incerteza da política econômica, como, por exemplo, Gulen e Ion (2016), Phan, Sharma e Tran (2018) e Schwarz e Dalmácio (2021), é constituído o seguinte modelo econométrico para os testes de regressão:

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IPE_t + \beta_2 IPE_t \times DNM_t + \beta_3 M_Risco_t + \beta_4 DEL_t + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 DDIV_{i,t} + \beta_9 NEG_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que i se refere a firma; t se refere ao ano; Q é o Q de Tobin; IPE é o índice de incerteza da política econômica; DNM é uma variável binária de melhores práticas de governança (listagem no Novo Mercado da B3); M_Risco é o risco de mercado; DEL é uma variável binária para anos de eleições presidenciais; TAM é o tamanho da firma; ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido; END é o endividamento; $DDIV$ é uma variável *dummy* de distribuição de dividendos; NEG é a negociabilidade da ação; e ϵ é o termo de erro. O Quadro 1 apresenta a definição detalhada das variáveis estudadas.

Quadro 1 - Descrição das variáveis

| Variável | Símbolo | Definição |
|---|----------------|---|
| Incerteza na política econômica | <i>IPE</i> | Logaritmo natural da média aritmética do índice BBD ao longo de doze meses (BAKER; BLOOM; DAVIS, 2016). |
| Risco do mercado | <i>M_Risco</i> | Desvio padrão dos retornos semanais do Ibovespa ao longo do ano. |
| <i>Dummy</i> de eleições | <i>DEL</i> | Variável binária que assume valor 1, caso tenham ocorrido eleições presidenciais no ano. |
| Q de Tobin | <i>Q</i> | Soma entre valor contábil do passivo oneroso e valor de mercado do patrimônio líquido, dividida pelo ativo total. |
| <i>Dummy</i> de Novo Mercado | <i>DNM</i> | Variável binária que assume valor 1, caso a firma esteja listada no Novo Mercado da B3. |
| Tamanho da firma | <i>TAM</i> | Logaritmo natural do ativo total. |
| Rentabilidade do patrimônio líquido | <i>ROE</i> | Lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido. |
| Endividamento | <i>END</i> | Passivo oneroso dividido pelo ativo total. |
| <i>Dummy</i> de pagamento de dividendos | <i>DDIV</i> | Variável binária que assume valor 1, se a companhia distribuiu dividendos no ano. |
| Negociabilidade da ação | <i>NEG</i> | Índice de negociabilidade anual da ação mais líquida da companhia, calculado pelo Economática®. |

A Equação (1) foi estimada pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados. O coeficiente $IPE_t \times DNM_{i,t}$ busca capturar a diferença entre os efeitos da incerteza na política econômica no valor empresarial para as firmas mal governadas (listadas no segmento Tradicional) e bem governadas (listadas no Novo Mercado).

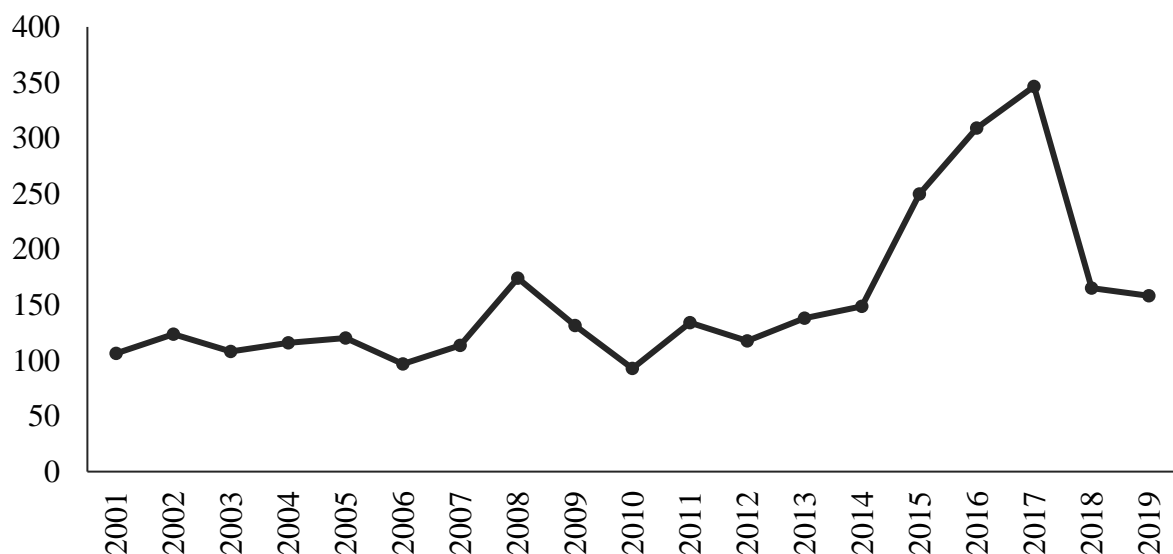
A diferenciação nos segmentos da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) permite que se avalie os efeitos da governança corporativa de maneira confiável, uma vez que as empresas, para que possam fazer parte de um segmento específico, precisam aderir a padrões mais rígidos de governança. Desta maneira, a inclusão da proxy de boa governança se restringe às empresas listadas no segmento Novo Mercado. As regras para inclusão neste segmento incluem todas as regras do Nível 1 e Nível 2, além não poder emitir ações que não dão direito a voto (ações preferenciais), normativa específica para empresas listadas no Novo Mercado. Estas regras promovem, entre outros fatores: aumento da transparência; redução da divergência entre os direitos de voto e de fluxo de caixa dos controladores; maior independência do conselho de administração e maior proteção aos direitos dos acionistas minoritários.

4. RESULTADOS

4.1. Estatísticas descritivas

O Gráfico 1 mostra a média anual do índice BBD durante o período de 2001 a 2019 no Brasil. O indicador cresce durante eventos que aumentam a incerteza da política econômica como, por exemplo, eleições presidenciais, mudanças na taxa básica de juros (Selic), reformas tributárias e trabalhistas, a crise financeira de 2008 e o processo de impeachment da presidente Dilma Roussef (CAIXE, 2021).

Gráfico 1 – Incerteza da Política Econômica (Índice BBD)



As Tabelas 1 e 2 apresentam as estatísticas descritivas das principais variáveis do estudo. Na Tabela 1, são apresentados os resultados para a amostra geral. Na Tabela 2, a amostra é separada em dois grupos: empresas bem e mal governadas. As empresas bem governadas são aquelas listadas no segmento diferenciado Novo Mercado e as empresas mal governadas são aquelas listadas no segmento Tradicional. De acordo com o teste t de Student para diferença de médias, empresas com padrões mais rígidos de governança apresentam maior Q de Tobin, são maiores, têm maior retorno sobre o patrimônio líquido, são mais endividadas e possuem ações mais negociadas. Por sua vez, empresas mal governadas, em média, não apenas têm o retorno sobre o patrimônio líquido menor, mas também apresentam este valor negativo.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas para a amostra total

| Variável | Média | Desvio padrão | Mínimo | Máximo |
|----------------|-------|---------------|--------|--------|
| <i>IPE</i> | 4,97 | 0,36 | 4,53 | 5,85 |
| <i>M_Risco</i> | 1,67 | 0,48 | 1,13 | 3,31 |
| <i>Q</i> | 1,02 | 0,80 | 0,10 | 4,77 |
| <i>TAM</i> | 14,30 | 1,70 | 10,33 | 18,36 |
| <i>ROE</i> | 0,00 | 0,55 | -3,95 | 1,02 |
| <i>END</i> | 0,26 | 0,17 | 0,00 | 0,69 |
| <i>NEG</i> | 0,17 | 0,41 | 0,00 | 2,71 |
| Observações | 3.582 | | | |

Notas: a definição das variáveis está no Quadro 1.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas de empresa bem e mal governadas

| Variável | Bem Governadas | | Mal Governadas | | Teste t (p-valor) |
|-------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------------|
| | Média | Desvio padrão | Média | Desvio padrão | |
| <i>Q</i> | 1,27 | 0,89 | 0,88 | 0,72 | 0,00 |
| <i>TAM</i> | 15,10 | 1,28 | 13,88 | 1,73 | 0,00 |
| <i>ROE</i> | 0,03 | 0,44 | -0,01 | 0,60 | 0,01 |
| <i>END</i> | 0,30 | 0,17 | 0,24 | 0,17 | 0,00 |
| <i>NEG</i> | 0,29 | 0,40 | 0,11 | 0,39 | 0,00 |
| Observações | 1.230 | | 2.352 | | |

Notas: a definição das variáveis está no Quadro 1. As empresas mal governadas são as listadas no segmento Tradicional, enquanto as empresas bem governadas são as listadas no Novo Mercado.

4.2. Regressões

Nesta seção, busca-se avaliar o papel da governança corporativa na relação entre incerteza da política econômica e valor da firma. A Tabela 3 apresenta os resultados das regressões estimadas pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários, com base na Equação (1). Foram usadas três especificações: sem efeitos fixos da firma ou setoriais (usando a classificação setorial da NAICS nível 2); somente com efeitos fixos setoriais; e somente com efeitos fixos da firma.

A IPE não afeta o valor das firmas mal governadas, pois o coeficiente β_1 não apresentou significância estatística nas regressões estimadas. No entanto, o coeficiente $IPE \times DNM$ é negativo e estatisticamente significativo, indicando que o efeito negativo da IPE é percebido nas empresas de melhor governança corporativa. Este efeito negativo é de substancial repercussão no valor da firma. No modelo (3), em que $IPE \times DNM$ teve o menor coeficiente, o aumento de um desvio padrão no índice de IPE repercute em uma diminuição, em média, de 9,35% $[-0,330 \times 0,36 / 1,27]$ no Q de Tobin, considerando o Q de Tobin das empresas do Novo Mercado.

Com base na revisão teórica, era esperado que o efeito negativo da incerteza da política econômica tivesse efeitos maiores para empresas mal governadas, ou seja, aquelas listadas no segmento Tradicional. Isto seria o resultado de que, em tempos de alta IPE, os controladores adotariam práticas oportunistas de expropriação de riqueza como, por exemplo, a rejeição de projetos de VPL positivo e o direcionamento de investimentos para outra empresa sob seu controle. Entretanto, os resultados das regressões apontam que a IPE afeta somente o valor das empresas bem governadas. Uma possível interpretação seria de que o mercado aplica um desconto no valor de mercado das empresas mal governadas, porque elas apresentam maiores problemas de agência e são menos rentáveis, como apurado pelo ROE médio negativo de -0,01. Conseqüentemente, o impacto negativo de IPE no valor das firmas mal governadas, em virtude de uma queda nas suas rentabilidades e do aumento dos custos de agência devido ao aumento desse tipo de incerteza, já é aparentemente precificado pelo mercado. Por outro lado, o mercado premia as firmas bem governadas por elas reduzirem os custos de agência e por serem mais rentáveis. Logo, para essas firmas o aumento de IPE reduz seus valores, uma vez o mercado acredita num aumento dos custos de agência e uma redução de suas rentabilidades em decorrência do aumento da incerteza da política econômica.

Os coeficientes das variáveis de controle de retorno do patrimônio líquido, a *dummy* de distribuição de dividendos e de negociabilidade da ação são positivos e estatisticamente significante nas três especificações estimadas, refletindo seu reflexo positivo no valor de mercado das firmas. A variável de controle de empresas do Novo Mercado demonstra que empresas listadas neste segmento são mais valorizadas pelo mercado, em linha com os resultados de Silveira, Barros e Famá (2006) e Caixe e Krauter (2014), que sugerem a existência de um “prêmio de governança corporativa” para empresas com padrões mais rígidos. Por outro lado, as variáveis de controle de tamanho, risco de mercado e a *dummy* de eleições apontam coeficientes negativos e estatisticamente significantes de seu efeito de redução no valor da firma.

De maneira particular, a variável de controle de endividamento apresentou resultado de significância estatística apenas no modelo (2), o qual controla por efeitos fixos setoriais. O coeficiente positivo mostra seu poder de aumento do valor da firma. Isto demonstra que a alavancagem tende a ser um aspecto gerencial de aumento de valor através, principalmente, de investimento corporativo, como mostram os resultados de Gulen e Ion (2016) e Caixe (2021).

Tabela 3 – Regressões do valor de mercado corporativo

| Q_t | (1) | (2) | (3) |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| IPE_t | 0,070 (1,46) | 0,045 (1,00) | -0,033 (-0,60) |
| $IPE_t \times DNM_t$ | -0,364*** (-4,77) | -0,360*** (-5,16) | -0,330*** (-5,53) |
| DNM_t | 2,150*** (5,52) | 2,085*** (5,79) | 1,791*** (5,66) |
| TAM_t | -0,051*** (-4,97) | -0,088*** (-7,29) | -0,129*** (-3,01) |
| ROE_t | 0,191*** (6,02) | 0,158*** (5,32) | 0,070** (2,50) |
| END_t | 0,075 (1,01) | 0,236*** (3,40) | -0,140 (-1,26) |
| $DDIV_t$ | 0,431*** (13,97) | 0,317*** (11,49) | 0,153*** (5,62) |
| NEG_t | 0,410*** (8,98) | 0,380*** (8,95) | 0,357*** (6,00) |
| M_Risco_t | -0,142*** (-6,10) | -0,141*** (-6,51) | -0,130*** (-5,84) |
| DEL_t | -0,069** (-2,44) | -0,073*** (-2,94) | -0,073*** (-3,77) |
| Efeitos fixos setoriais | Não | Sim | Não |
| Efeitos fixos da firma | Não | Não | Sim |
| R-quadrado | 0,191 | 0,366 | 0,687 |
| Observações | 3.582 | 3.582 | 3.582 |

Notas: a definição das variáveis está no Quadro 1. A estatística t está entre parênteses. Os erros padrão são robustos e agrupados no nível do ano e no nível da empresa. Níveis de significância: * p-valor $\leq 0,10$; ** p-valor $\leq 0,05$; e *** p-valor $\leq 0,01$.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho teve o objetivo de investigar o efeito da governança corporativa na relação da incerteza da política econômica e valor da firma nas companhias brasileiras através de regressões lineares em observações de empresas não financeiras de capital aberto. Com base na revisão da literatura, verificou-se que a IPE afeta as decisões de investimento (GULEN; ION, 2016, BONAIME; GULEN; ION, 2018) e de financiamento (SCHWARZ; DALMÁCIO, 2021; ATTIG et al., 2021), ambas importantes decisões gerenciais de geração de valor para a firma. Além disto, era esperado que o efeito da IPE fosse maior para empresas com pior governança corporativa, uma vez que em tempos de alta incerteza os controladores poderiam se sentir motivados a assumirem comportamentos oportunistas de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Contudo, os resultados mostram que o efeito da incerteza da política econômica afeta somente empresas com melhores práticas de governança corporativa. Uma possível explicação para este resultado é a de que o mercado já precifica um desconto no valor das firmas mal governadas, uma vez que os custos de agência são maiores e sua rentabilidade é menor.

Este trabalho tem valor para gestores executivos, investidores e legisladores. Primeiramente, aderir à mecanismos mais rígidos de governança corporativa tende a garantir maior valor para firma, pois, ainda que o efeito da IPE seja menor para empresas do segmento Tradicional, boas práticas de governança são fundamentais. Além disso, investidores devem evitar incluir no seu portfólio ações de empresas mal governadas, uma vez que sua rentabilidade é menor. Por último, legisladores devem levar em consideração o custo de incerteza de suas decisões gerada na economia.

Uma importante limitação desta pesquisa é a de que o modelo econométrico está sujeito a problemas de endogeneidade, como o efeito *feedback* e simultaneidade. No que diz respeito às decisões corporativas de valor da firma, é prudente esperar que uma mesma decisão afete diferentes variáveis explicativas.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 584p.

ATTIG, Najah et al. Dividends and economic policy uncertainty: international evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, p. 101785, 2021.

BAE, Kee-Hong et al. Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 105, n. 2, p. 412-435, 2012.

BAEK, Jae-Seung; KANG, Jun-Koo; PARK, Kyung Suh. Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 71, n. 2, p. 265-313, 2004.

BAKER, Scott R.; BLOOM, Nicholas; DAVIS, Steven J. Measuring economic policy uncertainty. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 131, n. 4, p. 1593-1636, 2016.

BARBOZA, Ricardo de Menezes; ZILBERMAN, Eduardo. Os efeitos da incerteza sobre a atividade econômica no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 72, p. 144-160, 2018.

BECKMANN, J., CZUDAJ, R., 2017. Exchange rate expectations and economic policy uncertainty. **Eur. J. Polit. Econ.** 47, 148–162.

BERTRAND, Marianne; MEHTA, Paras; MULLAINATHAN, Sendhil. Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 117, n. 1, p. 121-148, 2002.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BONAIME, Alice; GULEN, Huseyin; ION, Mihai. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?. **Journal of Financial Economics**, v. 129, n. 3, p. 531-558, 2018.

BROGAARD, Jonathan; DETZEL, Andrew. The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. **Management Science**, v. 61, n. 1, p. 3-18, 2015.

BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 4, p. 409-434, 2006.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 96-117, 2014.

CAIXE, Daniel Ferreira. Corporate governance and investment sensitivity to policy uncertainty in Brazil. **Emerging Markets Review**. In press.

CAIXE, Daniel Ferreira; KALATZIS, Aquiles Elie Guimarães; DE CASTRO, Luiz Ricardo Kabbach. Controlling shareholders and investment-risk sensitivity in an emerging economy. **Emerging Markets Review**, v. 39, p. 133-153, 2019.

CREMERS, KJ Martijn; NAIR, Vinay B. Governance mechanisms and equity prices. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2859-2894, 2005.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. **Elsevier Brasil**, 2015.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Brazilian Review of Finance**, v. 4, n. 1, p. 3-32, 2006.

DEMIR, Ender; ERSAN, Oguz. Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. **Emerging Markets Review**, v. 33, p. 189-200, 2017.

DENIS, Diane K.; MCCONNELL, John J. International corporate governance. **Journal of financial and quantitative analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

EL GHOUL, Sadok et al. Policy uncertainty and accounting quality. **The Accounting Review**, v. 96, n. 4, p. 233-260, 2021.

GULEN, Huseyin; ION, Mihai. Policy uncertainty and corporate investment. **The Review of Financial Studies**, v. 29, n. 3, p. 523-564, 2016.

FACCIO, Mara; MARCHICA, Maria-Teresa; MURA, Roberto. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 11, p. 3601-3641, 2011.

FONSECA, Camila Veneo Campos; DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna F.; HIRATUKA, Célio. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. **Enfoque: reflexão contábil**, v. 35, n. 2, p. 35-52, 2016.

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. Ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIRAPORN, Pornsit; LEE, Sang Mook. How do independent directors influence corporate risk-taking? Evidence from a quasi-natural experiment. **International Review of Finance**, v. 18, n. 3, p. 507-519, 2018.

JOHN, Kose; LITOV, Lubomir; YEUNG, Bernard. Corporate governance and risk-taking. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1679-1728, 2008.

JOHNSON, Simon et al. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 141-186, 2000.

JONES, Paul M.; OLSON, Eric. The time-varying correlation between uncertainty, output, and inflation: Evidence from a DCC-GARCH model. **Economics Letters**, v. 118, n. 1, p. 33-37, 2013.

KOIRALA, Santosh et al. Corporate governance reform and risk-taking: Evidence from a quasi-natural experiment in an emerging market. **Journal of Corporate Finance**, v. 61, p. 101396, 2020.

LU, Jun; WANG, Wei. Managerial conservatism, board independence and corporate innovation. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, p. 1-16, 2018.

KPMG. Fusões e Aquisições 2020 – 4º Trimestre. 2021.

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

NENOVA, Tatiana; CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon. Corporate risk around the world. Available at SSRN 629121, 2000.

PANOUSI, Vasia; PAPANIKOLAOU, Dimitris. Investment, idiosyncratic risk, and ownership. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1113-1148, 2012.

PASTOR, Lubos; VERONESI, Pietro. Uncertainty about government policy and stock prices. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p. 1219-1264, 2012.

PATHAN, Shams. Strong boards, CEO power and bank risk-taking. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 7, p. 1340-1350, 2009.

PHAN, Dinh Hoang Bach; SHARMA, Susan Sunila; TRAN, Vuong Thao. Can economic policy uncertainty predict stock returns? Global evidence. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 55, p. 134-150, 2018.

RHODES-KROPF, Matthew; ROBINSON, David T. The market for mergers and the boundaries of the firm. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1169-1211, 2008.

SCHWARZ, Lucas Allan Diniz; DALMÁCIO, Flávia Zóboli. The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil. **Finance Research Letters**, v. 40, p. 101676, 2021.

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

SU, Kun; LI, Liuchuang; WAN, Rui. Ultimate ownership, risk-taking and firm value: evidence from China. **Asia Pacific Business Review**, v. 23, n. 1, p. 10-26, 2017.

WANG, Yizhong; CHEN, Carl R.; HUANG, Ying Sophie. Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 26, p. 227-243, 2014.

ZHANG, Guangli et al. Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China. **Economic Systems**, v. 39, n. 3, p. 439-457, 2015.