



# A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil

## *The Relationship of Corporate Governance Practices and the Economic-Financial Performance of Companies Traded on the BM&FBOVESPA Stock Market*

**Anderson Catapan<sup>1</sup>, Romualdo Douglas Colauto<sup>2</sup>, Cláudio Marcelo Edwards Barros<sup>3</sup>**

### RESUMO

A Governança Corporativa representa um conjunto de mecanismos que ajuda os acionistas a melhorar os retornos sobre os capitais investidos e a diminuir os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Neste contexto, o estudo objetiva verificar o efeito da Governança Corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado, em empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2008, 2009 e 2010. Para mensurar o nível de Governança Corporativa, utilizou-se instrumento proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005). Utilizam-se quatro constructos que compõem o instrumento; destes, somente o que se refere ao Direito de acionistas mostrou resultado satisfatório do Alfa de Cronbach (em torno de 0,830). Os resultados não indicam efeito estatisticamente significativo do Índice de Governança Corporativa sobre todas as variáveis de desempenho, cuja explicação pode estar associada ao instrumento de pesquisa proposto. A contribuição desta pesquisa concentra-se em mostrar indícios que explicam possíveis divergências entre resultados de pesquisas nacionais em relação às internacionais sobre a associação da governança e medidas de desempenho organizacional.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Desempenho, Confiabilidade.

### ABSTRACT

*Corporate governance refers to a set of mechanisms that help shareholders improve their capital returns and the returns on the capital invested and decrease conflicts of interest between managers and shareholders. This study verifies the effect of corporate governance practices on the indicators of market and accounting performance of Brazilian companies traded on the BM&BOVESPA stock market in the period of 2008, 2009 and 2010. For measuring the level of corporate governance, we used an instrument proposed by Carvalhal-da-Silva and Leal (2005). Of the four constructs that make up the instrument, only that of shareholder rights returned a satisfactory Cronbach's Alpha (approximately 0.830). Results indicate no statistically significant effect of the Corporate Governance Index with respect to performance variables. The contribution of this research is to provide evidence that explains possible differences between the findings of national and international studies of the association between governance practices and measures of organizational performance.*

**Key-words:** Corporate Governance, Performance, Reliability.

<sup>1</sup> Pontifícia Universidade Católica do Paraná - Curitiba - Paraná. Brasil - andecatapan@yahoo.com.br

<sup>2</sup> Universidade Federal do Paraná - Curitiba - Paraná. Brasil - rdcolauto@ufpr.br

<sup>3</sup> Universidade Federal do Paraná - Curitiba - Paraná. Brasil - claudiomedwards@hotmail.com

## 1 INTRODUÇÃO

O Produto Interno Bruto brasileiro ao longo da série histórica 1992-2011 foi crescente, à exceção do ano de 2009, que apresentou desempenho negativo de -0,2% (IBGE, 2013). O desempenho negativo de 2009 pode ser parcialmente explicado pela crise bancária norte-americana de 2008 que atingiu diversos setores da economia mundial, inclusive a brasileira que apresentava crescimentos estáveis em comparação a períodos históricos anteriores. Entre os fatores que exercem influência sobre este desempenho, Costa (2008) elenca a solidez dos pilares da política macroeconômica, o aumento do investimento no mercado acionário, em contraponto a investimentos tradicionais e aos quesitos implantados pelas boas práticas de Governança Corporativa de empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Considerando que o crescimento e expansão das empresas influenciam diretamente no desempenho da economia como um todo, conjectura-se que aspectos relacionados à distribuição de autoridade, à responsabilidade e ao controle do ambiente organizacional também poderiam estar associados ao desempenho econômico e financeiro destas empresas.

Autoridade, responsabilidade e, mais especificamente, a propriedade e controle no ambiente organizacional são temas relacionados à Governança Corporativa e objeto constante de interesse de pesquisadores de forma recorrente. As pesquisas sobre esta temática iniciaram-se com as investigações de Berle e Means, na década de 1930, no estudo sobre *The Modern Corporation and Private Property* (1932). Estudos históricos classificam estes autores como os primeiros a teorizarem sobre a propriedade difusa de grandes corporações como uma característica típica de organizações empresariais. Diante do contexto de sua época, demonstraram que a moderna corporação apresentava estrutura de propriedade que não se parecia com a de uma empresa gerida por seu dono; encontraram dissociação entre propriedade e controle, cujas corporações não eram exclusivamente administradas por seus proprietários ou

fundadores, mas também por dirigentes profissionalizados; demonstraram que a separação da propriedade e do controle necessitava de compreensão do funcionamento da relação entre proprietários, gestores e demais partes interessadas no desempenho das organizações.

Lopes (2002) defende que a contribuição de Berle e Means (1988) constitui um dos pontos de partida para a compreensão das relações de agência. Embora o reconhecimento de que a formalização da dispersão da propriedade em companhias de capital aberto, da forma como se conhece atualmente, seja atribuída a Berle e Means (1988), estudos posteriores, direta e indiretamente, partiram de premissas semelhantes e contribuíram para o aumento do arcabouço teórico dedicado à compreensão das relações de agência e separação da propriedade e controle (Jensen & Meckling, 1976; Famá, 1980; Famá & Jensen, 1983; Jensen, 2001).

O intuito de minimizar os problemas de conflitos de interesse requer a adoção de práticas de Governança Corporativa (GC), com o objetivo de monitorar o comportamento da gestão em termos de resultado e tomada de decisão em relação à destinação dos recursos da empresa. Nesta direção, depreende-se que atributos de GC têm o objetivo de induzir os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor da empresa e alinhar interesses de partes conflitantes.

Para o IBGC (2010), as boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa para a sociedade, facilitar o acesso das empresas ao capital e contribuir para a longevidade das organizações. Nesse aspecto, os atributos de governança poderiam se refletir no desempenho econômico-financeiro das empresas. Por isso, a questão de pesquisa que norteia o trabalho consiste em conhecer: **Qual a relação da Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BM&FBOVESPA?** Consequentemente, o artigo objetiva examinar o efeito da Governança Corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado em empresas brasileiras.

Como contribuição científica, o estudo examina a relação entre Governança Corporativa

tiva e desempenho, sem desconsiderar a consistência do instrumento de coleta utilizado para medir a qualidade de governança em empresas brasileiras. Deste modo, mostra indícios que explicam possíveis divergências entre resultados de pesquisas nacionais em relação às internacionais sobre a associação da governança e medidas de desempenho organizacional.

O texto está subdividido em cinco seções além desta introdução. Na segunda seção apresentam-se conceitos acerca da Governança Corporativa. Na terceira são ilustrados os índices de práticas de governança. Na quarta seção apontam-se os procedimentos metodológicos. Depois, mostram-se a descrição e análise dos resultados. Por último, apresentam-se as conclusões e as sugestões para trabalhos futuros.

## 2 CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os Conflitos de Agência não são exclusividade de organizações empresariais ou ainda restritas ao ambiente interno das empresas. Exemplos representativos de conflito de agência são materializados quando da divergência de interesses entre acionistas controladores e diretoria executiva, e acionistas majoritários e minoritários. No Brasil, onde a propriedade das empresas concentra-se em acionistas majoritários, que comumente acumulam responsabilidades na direção executiva, são mais recorrentes os conflitos de agência entre controladores e acionistas minoritários (Silva, 2009).

Para Shleifer e Vishny (1997), GC são mecanismos pelos quais fornecedores de recursos podem obter retorno sobre seus investimentos. Costa (2008) explica que a GC pode ser entendida como o conjunto de atributos de incentivo e controle, internos e externos, para a minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores. Neste contexto, a GC tem a função de prover, aos acionistas e credores, segurança no intuito de que estes não sejam expropriados por acionistas controladores ou gestores.

A eficácia de adoção de boas práticas de governança resultaria na proteção de acionistas minoritários contra interesses oportunistas de acionistas controladores (Almeida, 2008). Esta

condição representa um dos fundamentos que norteiam os Princípios de Governança Corporativa. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2010), a boa governança proporciona aos proprietários a gestão estratégica da empresa e a monitoração da direção executiva. Para isto, esta instituição estabelece a Transparência, a Equidade, a prestação de contas (*Accountability*) e a responsabilidade corporativa como princípios de CG.

*Cadbury Report* (1992) define a Governança Corporativa como um sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas, colocando os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão. Shleifer e Vishny (1997) definem Governança Corporativa como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Para Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), a GC é um conjunto de práticas e processos formais de supervisão da gestão executiva de uma empresa que visa resguardar os interesses dos acionistas e minimizar os conflitos de interesse entre os acionistas e os demais afetados pelo valor da empresa.

A *Organization for Economic Cooperation and Development* - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD, 2004) - expôs a Governança Corporativa como um conjunto de relacionamentos entre a gerência da companhia, seus *boards*, acionistas, e outros *stakeholders*. A Governança Corporativa também fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios para atingi-los bem como o monitoramento da *performance* são determinados.

Almeida *et. al.* (2010) explicam que a Governança Corporativa coloca em pauta questões relevantes, como o papel do Conselho de Administração no estabelecimento de normas de conduta e definir responsabilidades por meio dos mecanismos de monitoramento e controle; a governança objetiva a proteção dos acionistas e credores, de forma que eles não possam ser expropriados pelos agentes da organização. Este fato tem despertado interesse do mercado em função do cenário mundial marcado por escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos, principalmente no mercado norte-americano,

que é reconhecido como o principal fornecedor de capital do mundo.

Além disso, os processos de privatizações, fusões e aquisições e o crescimento dos fundos de pensão também contribuíram para a preocupação com os estudos da governança das corporações. Todo esse processo tem impactado e promovido mudanças nas legislações dos diversos países, os quais têm buscado estabelecer regras mais claras e transparentes como forma de garantir maior proteção aos investidores e criar ambiente favorável ao alinhamento de interesses.

Silva e Leal (2005) ressaltam que o conceito de Governança Corporativa não se restringe apenas às empresas que possuem capital aberto e são listadas em bolsa, mas se aplica a todas as empresas que buscam uma relação de transparência e confiança com as partes com que mantêm algum relacionamento.

### 3 ÍNDICES DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) e posteriormente a *International Corporate Governance Network* (ICGN) caracterizaram boas práticas de Governança Corporativa. As caracterizações apontadas pelo OECD são ilustradas por Andrade e Rosseti (2009): Enquadramento das empresas – as empresas devem buscar o seu eficaz enquadramento e contribuir na geração de condições institucionais para as boas práticas de Governança Corporativa: conformidade com o primado do direito; Direitos dos acionistas – a governança deve proteger os direitos dos acionistas: registro seguro, alienação e transferência de participação acionária; Tratamento equânime dos acionistas – a estrutura da governança deve assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, majoritário e minoritário, nacionais e estrangeiros; Direitos de outros acionistas – a estrutura da governança deve reconhecer direitos legalmente consagrados de outras partes interessadas na criação de riqueza e na sustentação de corporações economicamente sólidas; Divulgação e transparência – a governança deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa; e, Responsabili-

dade do conselho de administração – a governança deverá definir as responsabilidades dos conselhos, envolvendo orientação, fiscalização e prestação de contas das corporações.

Já, em relação à ICGN, Andrade e Rosseti (2009) resumem: criar e ilustrar um objetivo para as corporações, otimizando o retorno do acionista; evidenciar a prestação de contas e transparência; evidenciar a auditoria; criar conselhos de administração; definir os direitos e responsabilidades dos acionistas; definir as políticas de remuneração; adequar-se a cidadania corporativa, relacionamento com acionistas e a ética; e, implementar o processo de governança.

Com bases nestas caracterizações, Black (2001), Kapler e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Beiner *et. al.* (2003), Drobotz, Gugler e Hirschvogel (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira *et. al.* (2007) e Almeida *et. al.* (2010) estudaram os determinantes das boas práticas da Governança Corporativa em empresas listadas em bolsa de valores.

As pesquisas de Black (2001), Kapler e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Beiner *et. al.* (2003), Drobotz, Gugler e Hirschvogel (2004) fundamentaram seus *scores* em recomendações da *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) juntamente com a operacionalização proposta pela *International Corporate Governance Network* (ICGN). Os estudos de Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira *et. al.* (2007) e Almeida *et. al.* (2010) utilizaram um *score*, com base em recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e da Comissão de Valores Mobiliários.

Black (2001) utilizou o Índice de Governança Corporativa (IGC) para nomear a medição dos determinantes de governança. Este estudo utilizou *rankings* de governança de 21 empresas russas, desenvolvidos por um banco de investimentos. Os resultados apontam que, ao melhorar a governança, o valor de mercado das ações tende a melhorar também. Kapler e Love (2002) investigaram se, dentro de um mesmo país, as empresas oferecem diferentes níveis de proteção aos investidores, com a adoção de práticas não baseadas na Lei local. Para mensurar os

determinantes da qualidade, utilizaram *scores* elaborados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). Os resultados apontaram que o índice de governança da empresa é positivamente relacionado com medidas de proteção ao investidor, concluindo que a governança é maior em países com mais proteção ao investidor.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) elaboraram um índice de qualidade de governança, baseando-se numa amostra de 1500 empresas americanas, que mensura as restrições do poder dos acionistas e o poder gerencial. Black, Jang e Kim (2006) elaboraram um índice com base em cinco sub-índices, sustentados pelos seguintes determinantes de governança: (i) direito dos acionistas; (ii) estrutura do conselho; (iii) normas do conselho; (iv) transparência; e, (v) igualdade de propriedade. As respostas do estudo deveriam ser binárias, as quais seriam compiladas em um índice que varia de 0 a 100. Beiner *et. al.* (2003) e Drobotz, Gugler e Hirschvogel (2004) mensuraram o índice de governança das empresas com base em questões elaboradas a partir de sugestões dos órgãos reguladores de seus países. No Brasil, Leal (2004), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira *et. al.* (2007) e Almeida *et. al.* (2010) utilizaram um instrumento de coleta de dados com variáveis baseadas nas recomendações do IBGC e da CVM, os quais foram levantados por meio das informações publicadas pelas companhias.

Almeida *et. al.* (2010) abordaram em seu questionário questões que medem o nível de divulgação e transparência das informações contábeis, ao mesmo tempo em que tratam dos conselhos de administração das empresas e da conduta, analisando fatores de controle da empresa por parte dos acionistas. Já Leal (2004) extrapola Almeida *et. al.* (2010) abordando em seu instrumento de coleta de dados um grupo de questões que enfocam os direitos de acionistas. Neste grupo ilustram-se pontos que discorrem acerca dos direitos definidos por lei e direitos adicionais dos acionistas das companhias.

#### 4 METODOLOGIA DA PESQUISA

A população desta pesquisa consiste nas empresas brasileiras de capital aberto com ações

negociadas na BM&FBOVESPA. A amostra é composta por empresas não financeiras que dispunham das informações contábeis e de mercado para mensuração das variáveis de pesquisa nos anos de 2008, 2009 e 2010 apresentadas a seguir. Na Tabela 1 demonstra-se a composição das empresas por setor econômico.

Tabela 1 – Amostra de empresa por setor.

Setor de atividade	Quantidade	Setor de atividade	Quantidade
Agro e Pesca	1	Papel e Celulose	4
Alimentos e bebidas	7	Petróleo e gás	2
Comércio	8	Química	6
Construção	3	Siderurgia e Metalurgia	12
Eletroeletrônicos	2	Software e Dados	1
Energia elétrica	21	Telecomunicações	3
Máquinas industriais	1	Têxtil	15
Minerais não metálicos	1	Veículos	9
Outros	15		-

A amostra da pesquisa corresponde a 111 empresas divididas em 17 setores econômicos. Levando em conta que a pesquisa considera os anos de 2008, 2009 e 2010, tem-se o conjunto de 333 observações para todas as variáveis de pesquisa. A coleta de dados considera informações de natureza primária e secundária. Os dados primários referem-se às informações necessárias para construção do índice amplo de Governança Corporativa (IGC). Os dados de 2008 foram coletados por meio do DIVEXT – sistema de divulgação de informações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para o ano de 2009, a fonte dos dados foram os Formulários de Referências (FR) individuais das empresas da amostra divulgados pela CVM. Para 2010, os dados têm como origem o *software* Empresas Net que também pertence ao sistema de divulgação de informações da CVM. A coleta de dados secundários utilizou a base de dados Economática®.

Para mensuração do nível de Governança Corporativa das empresas da amostra, foi utili-

zado o índice amplo proposto por Carvalho-da-Silva e Leal (2005). Nesse sentido, o nível das práticas de governança será avaliado com o apoio em constructos compostos por variáveis dicotômicas, que se referem à presença ou ausência de atributos específicos de governança. O questionário proposto é apresentado no Quadro 1.

**Quadro 1 - Questionário proposto por Leal (2004).**

TRANSPARÊNCIA	
1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?
3	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO	
4	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
5	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
6	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
7	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
8	Há na companhia conselho fiscal permanente?
CONTROLE E CONDUTA	
9	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
10	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
11	O índice de acionistas controladores de direitos de fluxos de caixa para direitos de voto é maior ou igual a 1?
12	O <i>free-float</i> da companhia é maior ou igual ao que é requerido pela bolsa de valores de São Paulo para o "Novo Mercado" (25%)?
DIREITOS DE ACIONISTAS	
13	O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
14	O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?

Fonte: adaptado de Leal (2004).

Com base nas respostas obtidas por meio da coleta de dados, foi possível calcular um *score* individual do IGC com variação possível entre 0

e 15 pontos. Para cada uma das perguntas, caso a empresa apresentasse o atributo de GC, recebeu "1 ponto" e "0 ponto" para o contrário. Desse modo, foi possível também transformar o *score* do IGC em coeficientes medidos por percentuais. No Brasil esta metodologia foi utilizada por Leal e Carvalho-da-Silva (2005), Santos e Leal (2007) e Silveira *et. al.* (2007). Em estudos internacionais por Kapler e Love (2002), Black, Jang e Kim (2006), Nobili (2006).

O Índice de Governança Corporativa (IGC) de Carvalho-da-Silva e Leal (2005) é composto por 4 constructos: Transparência, Controle e conduta, Composição e funcionamento e Direito de acionistas. Uma medida comumente usada para examinar o desempenho da confiabilidade para um conjunto de dois ou mais indicadores de constructos é o alfa de *Cronbach* (Hair *et al.*, 2005). Segundo estes autores, o objetivo do alfa de *Cronbach* é verificar se os indicadores individuais considerados em um instrumento de pesquisa são capazes de medir o mesmo constructo e, portanto, intercorrelacioná-los. O resultado do Alfa de *Cronbach* pode variar entre 0 e 1. Quão próximo de 1, maior o desempenho do constructo em termos de confiabilidade. Hair *et al.* (2005) defendem que o resultado de 0,7 é o mínimo ideal para pesquisas que não são exploratórias. Na Tabela 2 demonstra-se o resultado do Alfa de *Cronbach* para as empresas da amostra.

**Tabela 2 - Alfa de Cronbach para os constructos do IGC para o ano de 2009.**

Constructos	nº de variáveis	2008	2009	2010
Transparência	3	0,396	0,176	0,209
Composição e Funcionamento do conselho	5	0,371	0,223	0,405
Controle e Conduta	4	0,667	0,560	0,694
Direito de acionistas	3	0,907	0,830	0,861
Total de variáveis	15	-	-	-

Observa-se na Tabela 2 que dos quatro constructos do instrumento utilizado, somente o de Direito de acionistas apresenta resultado satisfatório, com o resultado acima de 0,7 nos três anos de coleta. Desse modo, o resultado da

aplicação da técnica, para esta amostra, indica que Transparência, Composição e funcionamento do Conselho e Controle e Conduta não apresentam indicadores correlacionados e que, portanto, não medem os constructos propostos. Corrar *et al.* (2009) defendem que o Alfa de Cronbach é “frequentemente utilizado em pesquisas empíricas que envolvem testes com vários itens, que abrangem variáveis aleatórias latentes, por exemplo, a avaliação da qualidade de um questionário”. Assim, pode-se sugerir que o instrumento utilizado pode não representar adequadamente os níveis de Governança Corporativa das empresas da amostra.

No Quadro 2 apresentam-se as variáveis de pesquisas e respectivas definições operacionais. Considerado que o objetivo do presente estudo é verificar o reflexo de atributos de Governança Corporativa sobre o desempenho das empresas, a variável IGC é apresentada como independente e, portanto, como um fator explicativo para o desempenho médio das empresas da amostra.

Para mensuração do desempenho foram selecionadas como variáveis contábeis o Retorno sobre os Ativos (ROA), o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA) e uma variável de mercado represen-

Quadro 2 - Definição constitutiva e operacional das variáveis de desempenho.

Variáveis	Sigla da Variável	Tipo de variável	Relação esperada com o IGC	Metodologia de Cálculo	Definição constitutiva
Rentabilidade do Ativo	ROA	Dependente	+	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa com base no Lucro Líquido do exercício
Lucro Antes dos juros, impostos, depreciação e amortização	EBITDA	Dependente	+	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	Evidencia o lucro da empresa, antes do desconto do imposto de renda, adicional do imposto de renda, contribuição social sobre o lucro líquido, juros, depreciação e amortização dividido pelo ativo da empresa, com o intuito de padronizar os resultados, independentemente do tamanho da empresa.
Q de Tobin	Q	Dependente	+	$\frac{\text{AT} - \text{PLC} - \text{PLM}}{\text{AT}}$	Esta variável é uma razão. Tem em seu numerador o valor contábil dos ativos (AT) menos o valor contábil do patrimônio líquido (PLC) mais o valor de mercado do patrimônio líquido (PLM).
Governança Corporativa	IGC	Independente		Ver item 3.2	Índice amplo de mensuração do score de Governança corporativa. Aos objetivos propostos pelo trabalho será apresentado na forma de Rating e em níveis percentuais
Alavancagem	ALAV	Variável de Controle/ Variável independente		$\frac{\text{ECP} + \text{ELP}}{\text{AT}}$	Constitui-se em uma razão. O numerador é formado pela soma do exigível de curto (ECP) e longo prazos (ELP). Tem em seu denominador o valor contábil do ativo total (AT).
Tamanho	TAM	Variável de Controle/ Variável independente		$\text{Ln}(\text{AT})$	Variável utilizada como proxy de tamanho. É medida por meio da obtenção do logaritmo natural do valor contábil do ativo total (AT)

tada pelo Q de Tobin. Adicionalmente, como de controle, foram incluídas as variáveis Alavancagem e Tamanho que, embora não tenham sido examinadas como variáveis explicativas ou explicadas pelo nível de governança corporativa, têm características comumente exploradas em estudos sobre esta temática.

As justificativas para utilização destas variáveis de desempenho são apresentadas no Quadro 3.

Com o objetivo de evidenciar o reflexo do conjunto de atributos de governança corporativa sobre as variáveis selecionadas, serão utilizados os modelos estatísticos a seguir. A relação esperada para cada variável está apresentada no quadro 2 e será obtida por meio da aplicação da técnica de regressão com dados em painel, pois nesta análise há a combinação do componente transversal, representado pelas 111 empresas amostradas, e o componente temporal, já o que período de análise é de 3 anos (Adkins, 2001).

$$\begin{cases} ROA_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \varepsilon_{it} & (1) \\ EBITDA_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \varepsilon_{it} & (2) \\ Q_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \varepsilon_{it} & (3) \end{cases}$$

Na equação 1 busca-se verificar os efeitos de atributos de governança sobre a rentabilidade do ativo total, levando em conta as variáveis de controle tamanho e alavancagem. A regressão 2 considera como variável dependente o desempenho do Ebitda. Em seguida, o mesmo vetor de variáveis independentes é regredido pelo Q de Tobin. No estudo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), o ROA foi encontrado na razão entre o Ebitda e o Ativo Total; no entanto, nesta pesquisa, o ROA é rerepresentado pela razão entre o Lucro Líquido anual e o Ativo Total. Adicionalmente, o efeito de atributos de governança também é examinado sobre a variável Ebitda.

O desenvolvimento de modelos de regressão com dados em painel, segundo Gujarati

Quadro 3 - Justificativa do uso das variáveis.

VARIÁVEIS	JUSTIFICATIVAS
ROA	Assaf Neto (2003) explica que o retorno sobre o ativo (ROA) constitui um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa. Os trabalhos de Kappler e Love (2002), Gotardelo (2006) e Almeida <i>et. al.</i> (2009) utilizaram o ROA como variável independente em relação aos índices de GC.
EBITDA	Silveira (2004) e Gotardelo (2006) utilizaram o EBITDA como variável dependente, para medir a correlação com índices de GC. Silveira (2004) menciona que a relação EBITDA e o nível de GC apontaram relação positiva, sugerindo que as empresas com melhor EBITDA adotam melhores práticas de governança.
Q de Tobin	Famá e Barros (2000) definem q de Tobin como uma relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos ativos fixos desta. Assim, baseado no trabalho de Leal (2004), que encontrou relação positiva entre nível de GC e Q de Tobin, opta-se por utilizar este indicador.
IGC	Baseando-se nos trabalhos de Black (2001), Kappler e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Beiner <i>et. al.</i> (2003), Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira <i>et. al.</i> (2007) e Almeida <i>et. al.</i> (2010), opta-se por utilizar o IGC como forma para mensurar o nível de GC das empresas estudadas.
ALAV	Black, Jang e Kim (2006), Brown e Caylor (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) sustentam que existe uma relação positiva entre alavancagem e nível de GC. Neste contexto, Cho e Kim (2003) afirmam que empresa altamente alavancadas podem ser pressionadas por seus investidores a aumentar seus níveis de GC. Assim, justifica-se o uso da alavancagem como variáveis de controle.
TAM	Empresas maiores, para Black, Jang e Kim (2003), tendem a apresentar maiores níveis de GC. Uma explicação para o fato refere-se ao custo para a implantação da GC ser alto, e empresas maiores possuem mais recursos para tal fato. (Almeida, 2008).

(2006) e Adkins (2001) pode ocorrer das seguintes formas: i) *pooled*: neste modelo o conjunto de dados não considera possíveis diferenças de comportamento nas unidades transversais (empresas da amostra). Operacionalmente os resultados alcançados pelo modelo de regressão tipo *pooled* são os mesmos da estimação pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). ii) efeitos fixos: Neste modelo verifica-se se existem diferenças significativas no comportamento das empresas ao longo da série de tempo; iii) efeitos aleatórios: a abordagem de efeitos aleatórios trata as diferenças individuais como aleatoriamente associadas às observações da amostra. Ao invés de estimar os parâmetros como na abordagem de efeitos fixos, neste caso eles são incorporados em um modelo de erro que possui características específicas.

Considerando que a amostra compreende 111 empresas num período de 3 anos, verificou-se inicialmente qual a melhor abordagem para a representação dos dados, podendo ser a forma *pooled*, painel de efeitos fixos ou efeitos aleatórios por meio do teste Breusch-Pagan. Para identificar qual a forma adequada de representação, verifica-se se as unidades de corte transversal (empresas da amostra) têm interceptos diferentes umas das outras. A hipótese nula do teste é de que as empresas da amostra têm coeficientes angulares (ou interceptos) iguais, o que indicaria a utilização da abordagem *pooled*. Os resultados do teste de hipótese de diferença de interceptos para as equações 1, 2 e 3 são apresentados na Tabela 3.

Mediante os resultados descritos na tabela 3 de não significância obtida da aplicação do teste de Breusch-Pagan, observa-se que a abordagem adequada para a representação do conjunto de dados da amostra é a forma *pooled* para as três equações apresentadas.

## 5 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

Esta secção contempla a apresentação e a descrição dos achados da pesquisa, e encon-

Tabela 3 – Teste para diferenciação de interceptos: Teste Breusch-Pagan

Nº de empresas	Equação	Cumprimento da série	Observações	Estatística Teste	Significância
111	1	3	333	0,7618	0,9450
111	2			0,8488	0,8320
111	3			1,1354	0,2146

tra-se dividida em duas partes. A primeira contempla a apresentação das estatísticas descritivas dos resultados obtidos, enquanto a segunda ilustra a análise multivariada das variáveis de pesquisa.

### 5.1 Estatísticas Descritivas

Na Tabela 4 ilustram-se as estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa. O objetivo desta etapa baseia-se em analisar as medidas de tendência destas variáveis.

Observa-se que a variável de desempenho Q de Tobin apresenta estabilidade tanto em

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis de pesquisa.

Ano de 2008	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
Média	1,28	0,15	0,04	0,44	13,90	0,72
Mediana	1,07	0,14	0,05	0,40	14,03	0,62
Desvio Padrão	0,79	0,12	0,14	0,22	1,80	0,66
Máximo	6,46	0,50	0,35	0,93	19,56	6,38
Mínimo	0,31	-0,32	-0,89	0,00	8,95	0,15
Coefficiente de Variação	0,62	0,77	3,90	0,50	0,13	0,92
Ano de 2009	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
Média	1,50	0,14	0,07	0,48	13,96	0,68
Mediana	1,30	0,13	0,05	0,47	14,04	0,60
Desvio Padrão	0,95	0,21	0,16	0,21	1,81	0,54
Máximo	6,26	1,73	0,87	0,93	19,57	4,76
Mínimo	0,23	-0,70	-0,65	0,13	8,90	0,12
Coefficiente de Variação	0,64	1,51	2,30	0,43	0,13	0,80
Ano de 2010	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
Média	1,56	0,14	0,06	0,49	14,19	0,60
Mediana	1,31	0,12	0,05	0,47	14,27	0,56
Desvio Padrão	0,99	0,14	0,11	0,21	1,74	0,29
Máximo	5,37	1,21	0,83	0,93	19,96	2,23
Mínimo	0,25	-0,15	-0,25	0,07	10,08	0,14
Coefficiente de Variação	0,63	1,03	1,91	0,43	0,12	0,49

termos de média e desvio padrão quanto nas observações mínimas e máximas. Este desempenho é confirmado por meio do coeficiente de variação nos anos de 2008, 2009 e 2010 com 0,62, 0,64 e 0,63, respectivamente. Levando, em conta que esta variável tem objetivo de estabelecer uma razão para valoração de empresas, estes resultados indicam oscilações moderadas para esta amostra nos três anos de análise. Conforme a possibilidade de comparação permitida pelo coeficiente de variação, observa-se que as variáveis EBITDA e ROA apresentam oscilações mais representativas que a variável Q de Tobin. Esta diferença de oscilação pode ser explicada pelo fato de que esta variável de desempenho é um composto de variáveis contábeis e de mercado, diferente das primeiras que são exclusivamente contábeis e, portanto, mais expostas aos efeitos decorrentes de escolhas contábeis que definem as políticas financeiras das empresas da amostra.

Observa-se ainda, que a média do Índice de Governança Corporativa (IGC) é de 0,44, 0,48 e 0,49 para 2008, 2009 e 2010, respectivamente. Esta média foi obtida dividindo-se o número de questões com resposta com 1 ponto pelo total de questões como apresentado na

seção 3. Neste sentido, em média, pode-se observar a evolução do índice do IGC para a amostra de pesquisa. Este comportamento pode indicar que, ao longo do período de análise, houve evolução, em termos de adesão das empresas, a atributos de governança corporativa utilizados no instrumento de pesquisa. Na Tabela 5 complementa-se a análise descritiva da tabela porque, semelhante a Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), estabelece-se um ranking com base na pontuação obtida por cada empresa.

Semelhante à metodologia implementada por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), empresas que obtiveram pontuação maior ou igual a 10 são consideradas de “alto” nível de governança corporativa. Embora mediante amostra potencialmente diferente daquela utilizada pelo autor e também de o período de comparação ser outro, na presente pesquisa, nos anos de 2008, 2009 e 2010 foram observados 22,52%, 25,23% e 23,42%, respectivamente, de empresas com nível “alto” de governança corporativa. Estes resultados são diferentes daqueles observados na pesquisa publicada em 2005, com 2,29%, 3,05% e 3,82%, em 2000, 2001 e 2002, respectivamente. Já a média de empresas classificadas como “fraca” gover-

Tabela 5 – Estatística descritiva dos grupos do IGC.

Classificações	IGC	2008	%	2009	%	2010	%
“Alta” governança	15	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	14	2	1,80%	2	1,80%	2	1,80%
	13	6	5,41%	6	5,41%	6	5,41%
	12	4	3,60%	7	6,31%	8	7,21%
	11	6	5,41%	6	5,41%	7	6,31%
	10	7	6,31%	7	6,31%	3	2,70%
			22,52%		25,23%		23,42%
“Média” Governança	9	3	2,70%	9	8,11%	7	6,31%
	8	7	6,31%	4	3,60%	16	14,41%
	7	5	4,50%	19	17,12%	12	10,81%
	6	22	19,82%	16	14,41%	15	13,51%
	5	20	18,02%	13	11,71%	13	11,71%
			51,35%		54,95%		56,76%
“Fraca” Governança	4	12	10,81%	12	10,81%	9	8,11%
	3	10	9,01%	5	4,50%	9	8,11%
	2	3	2,70%	5	4,50%	2	1,80%
	1	2	1,80%	0	0,00%	2	1,80%
	0	2	1,80%	0	0,00%	0	0,00%
		111	26,13%	111	19,82%	111	19,82%

nança ficou em 22%, o que não indica uma diferença representativa em relação à pesquisa anterior que teve média de 26%. Na Tabela 6 são apresentados os resultados das respostas em que a presença do atributo de GC foi observada nas empresas da amostra.

No que se refere às práticas relacionadas à divulgação de demonstrações financeiras e à adoção de práticas internacionais de contabilidade, pode-se observar que, em média, mais de 80% das empresas da amostra divulgaram suas demonstrações financeiras e mais de 72% utilizam métodos internacionais de contabilidade. No que se refere à adoção de padrões internacionais de contabilidade, o alto percentual obtido em 2010 na pergunta que se refere à adesão a métodos internacionais de contabilidade é explicado pela Instrução 457 de 2007 da Comissão de Valores Mobiliários, que obrigou todas as empresas de capital aberto a elaborar suas demonstrações contábeis no Padrão IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Diante disto, a partir do exercício de 2010, o alinhamento a padrões internacionais de contabilidade deixa de ser um atributo de Governança Corporativa capaz de diferenciar empresas, já

que a adesão ao padrão IFRS passa a ser regulamentado por Lei.

Adicionalmente, mais da metade das empresas são auditadas por uma das *Big4* de auditoria (Price Water House Coopers, Delloite, KPMG & Ernest Young). Informações sobre a remuneração de membros da Diretoria ou do Conselho de Administração estão disponíveis nos sistemas de informação da CVM na forma de montantes ou médias, e não individualizadas. Diante desta limitação, a totalidade das empresas da amostra ficou com “não” neste questionamento já que não é possível verificar a remuneração do Diretor Geral ou Presidente do Conselho de Administração das companhias da amostra. Sobre a frequência de pareceres de auditoria sem ressalvas, observa-se queda ao longo dos três anos sendo em 2010 o menor número, em que mais de 20% das empresas da amostra tiveram ressalvas em seus pareceres. Esta pesquisa não tem como proposta analisar a variável “pareceres de auditoria” no contexto de Governança Corporativa. Entretanto, pode-se conjecturar que esta redução no número de empresas com pareceres sem ressalva, em 2010, pode estar associada à adequação de políticas contábeis

Tabela 6 - Resultado das respostas do IGC.

	2008	2009	2010
Demonstrações financeiras divulgadas no período requerido	80,18%	94,59%	83,78%
Utilização de padrões internacionais de contabilidade	63,96%	57,66%	97,30%
Auditoria de empresas globais	64,86%	61,26%	62,16%
Dualidade do diretor presidente e presidente do Conselho de administração	65,77%	72,97%	63,06%
Independência do conselho de administração	30,63%	12,61%	24,32%
Tamanho do conselho	79,28%	75,68%	77,48%
Mandato de um ano do conselho de administração	21,62%	32,43%	30,63%
Conselho fiscal permanente	24,32%	35,14%	37,84%
Acionistas controladores com menos de 50% de ações com direito a voto	23,42%	30,63%	30,63%
Capital votante maior que 80%	36,04%	36,94%	39,64%
Índice de Fluxo de caixa/voto maior que 1	39,64%	65,77%	51,35%
<i>Free-float</i> maior que 25% das ações	46,85%	61,26%	40,54%
Câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos	27,03%	38,74%	27,03%
Direitos adicionais ao que é requerido por Lei.	25,23%	24,32%	33,33%
<i>Tag Along</i> além do que é requerido por Lei	25,23%	26,13%	28,83%

das companhias aos padrões internacionais de contabilidade.

Na Tabela 7 são apresentadas as correlações entre as variáveis de pesquisa. De forma isolada, é possível observar que a relação do Índice de Governança Corporativa (IGC) e as variáveis de desempenho Q de Tobin, EBITDA e ROA é positiva, indicando que a associação do IGC e o desempenho das empresas da amostra têm a mesma direção. Entretanto, esta relação é significativa, sob ponto de vista estatístico, somente entre o IGC e o Q de Tobin (ao nível de 10%) e o IGC e o ROA (também ao nível de 10%).

Embora a análise bivariada permita compreender a associação entre as variáveis em estudo, não é possível fazer inferências sobre relações de causa. O objetivo deste trabalho é examinar o efeito dos atributos de GC sobre

variáveis de desempenho, daí a necessidade de proceder à análise multivariada mediante a utilização das formas funcionais apresentadas na seção 3.5.

## 5.2 Análise Multivariada das Variáveis de Pesquisa

Conforme já demonstrada, a melhor forma de representação dos dados foi por meio da regressão múltipla com dados em painel na forma *pooled*. Além disso, espera-se que a variável IGC exerça influência significativa sobre o desempenho das empresas, visualizado por meio das variáveis selecionadas. Na Tabela 8 são apresentados os coeficientes do IGC como variável explicativa das variáveis de desempenho da pesquisa.

Tabela 7 – Correlações entre as variáveis da pesquisa.

Indicadores/Sig	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
<b>Q</b>	1	,139	-,030	,098	-,111	,368***
Sig.		,011**	,585	,075*	,043**	,000
<b>EBITDA</b>	,139	1	,794***	,077	,161	,093*
Sig.	,011**		,000	,160	,003***	,090
<b>ROA</b>	-,030	,794***	1	,098	,201	-,318
Sig.	,585	,000		,073*	,000***	,000***
<b>IGC</b>	,098	,077	,098*	1	,307	-,084
Sig.	,075*	,160	,073		,000***	,126
<b>TAM</b>	-,111	,161	,201***	,307	1	-,269
Sig.	,043**	,003***	,000	,000***		,000***
<b>ALAV</b>	,368***	,093	-,318*	-,084	-,269***	1
Sig.	,000	,090*	,000	,126	,000	

\*\*\*, \*\* e \* significativos em 1%, 5% e 10%

Tabela 8 – Análise multivariada das variáveis de pesquisa.

Variáveis independentes	Variáveis dependentes		
	Q	ROA	EBITDA
IGC	0,6135***	0,0260	0,0234
ALAV	0,6867***	-0,07538***	0,0451***
TAM	-0,0350	0,00870**	0,0172***
ROA	0,6250*		
EBITDA	-		
Intercepto	1,1581***	-0,0293	-0,1399*
Teste F	15,91***	14,54***	5,375***
R <sup>2</sup>	16,25%	11,70%	4,67%

\*\*\*, \*\* e \* significativos em 1%, 5% e 10%

Considerada a equação 1, que tem como variável dependente o Q de Tobin, a tabela 7 mostra que o coeficiente da variável IGC é positivo e significativo em nível de 1%. Para este modelo, é possível afirmar que atributos de governança corporativa podem exercer influência relevante sobre a valoração da empresa para o período de pesquisa. Em pesquisa que utilizou forma funcional semelhante, Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) abordaram esta relação na forma de efeitos fixos e aleatórios e, apesar de ter-se verificado relação positiva, o coeficiente do IGC não se mostrou estatisticamente significativo como fator explicativo do Q de Tobin. Para as equações 2 e 3, que têm como variáveis dependentes o ROA e o EBITDA, embora os sinais obtidos para a variável IGC sejam positivos, eles não são estatisticamente significativos.

Este resultado pode indicar que, para esta amostra e no período de análise, atributos de governança corporativa não são refletidos em variáveis de desempenho de natureza contábil. Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) também abordaram o EBITDA como variável explicada pela governança corporativa e encontraram resultados semelhantes a este. Embora seja possível observar semelhanças entre os resultados desta pesquisa e os da pesquisa daqueles autores, existem-se indícios de que a ausência de influência significativa de atributos de governança não esteja associada à influência da presença de grandes empresas na amostra de pesquisa (Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005), mas sim a inconsistência observada nos indicadores selecionados para determinar os constructos de Transparência, Controle e Conduta e Composição e funcionamento do Conselho de Administração. Os indícios que reforçam essa ideia são demonstrados pelos resultados obtidos na aplicação do alfa de Cronbach para cada um dos constructos que compõem o instrumento de pesquisa utilizado para mensurar a qualidade de governança das empresas da amostra.

## 6 CONCLUSÕES

Defende-se que parte do crescimento da economia brasileira depende do desenvolvimento das empresas de capital aberto com ações

listadas na BMF&BOVESPA. Por sua vez, argumenta-se que este aspecto evolutivo da economia pode ser influenciado pela presença de atributos empresariais de Governança Corporativa, ligados à Transparência, Equidade, prestação de contas (*Accountability*) e responsabilidade corporativa. Desse modo, indicadores de desempenho econômico-financeiro e de valoração de empresas estariam positivamente associados à implementação destes mecanismos. Fundamentado nisto, este estudo teve como objetivo verificar a influência de atributos de Governança Corporativa (GC) sobre variáveis contábeis e de mercado.

Como aproximação para a GC, utilizou-se o índice amplo proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), que contém 15 perguntas de presença (ou ausência) de atributos de GC divididas nos constructos de Transparência, Controle e conduta, Composição e funcionamento do conselho de administração e Direito de acionistas (IGC). Como variáveis explicadas com base no IGC, utilizou-se o Q de Tobin, o ROA e o EBITDA. Uma contribuição trazida por este estudo foi a evidência do resultado do teste de confiabilidade do instrumento de pesquisa utilizado para estabelecer um *score* para a Governança Corporativa das empresas da amostra. Apoiados nos parâmetros considerados aceitáveis pela literatura, os indicadores que se mostraram suficientes para formar um constructo são aqueles relacionados ao Direito de Acionistas, com o resultado do Alfa de Cronbach em torno de 0,850.

Os resultados apresentados neste trabalho não demonstram indícios de que a amostra esteja enviesada em favor de grandes empresas, mas sim em função do instrumento de pesquisa utilizado como aproximação de Governança Corporativa. Isto pode ser defendido com base nos resultados obtidos no exame de confiabilidade do instrumento de coleta para indicar presença ou ausência de atributos de governança, o qual demonstrou que os constructos de Transparência, Controle e conduta e Composição e funcionamento do conselho de administração apresentam resultados individuais de confiabilidade abaixo do que é aceito pela literatura. Diante da evidência de potencial viés deste ins-

trumento, pode-se argumentar que os resultados divergentes das pesquisas nacionais em relação às internacionais estejam ligados à necessidade de validação de instrumentos de pesquisas, que sejam capazes de captar o efeito dos atributos de governança sobre o desempenho das empresas brasileiras. Desse modo, a associação entre variáveis de desempenho e métricas de governança podem ter sua análise prejudicada pela utilização de instrumentos de coleta, que não meçam com efetividade o nível de governança das empresas brasileiras.

Deve-se levar em conta a impossibilidade de mensurar com o rigor metodológico a amostra utilizada nesta pesquisa, para ser considerada como probabilística. Assim, não é possível fazer generalizações dos resultados observados, para todas as empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA, o que constitui uma limitação para a pesquisa. Considerando o destaque desta temática de pesquisa no meio acadêmico e profissional, recomenda-se como estudos futuros o desenvolvimento de instrumentos de pesquisas que apresentem maior diversificação dos indicadores que formam constructos de Governança Corporativa de empresas brasileiras.

## REFERÊNCIAS

- Adkins, L. C. (2001). *Using Gretl for Principles of Econometrics*. Recuperado em 01 setembro, de 2011, de <http://www.learneconometrics.com/gretl/ebook.pdf>.
- Almeida, M. A. (2008). *Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa*. Dissertação de mestrado Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE.
- Almeida, M. A., Santos, J. F., Ferreira, L. F. V. de M., & Torres, F. J. V. (2010, set/out). Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital a aberto não listadas em bolsa. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 907-924.
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2009). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Assaf Neto, A. (2003). *Finanças Corporativas e Valor* (1.ed.). São Paulo: Atlas.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M., & Zimmerman, H. *An Integrated Framework os Corporate Governance and Firm Valuation – Evidence From Switzerland*. Working Paper 09-03, WWZ, 2003.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006, Fall). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22 (2).
- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2, 89-108.
- Cadbury Report. (1992). *London Stock Exchange*. Recuperado em setembro, 2011, de [http://www.ecgi.org/codes/country\\_pages/codes\\_uk.htm](http://www.ecgi.org/codes/country_pages/codes_uk.htm).
- Carvalho-da-Silva, A., Leal, R. P. C. (2005, Fall). Ownership, Control Valuation and Performance of Brazilian Corporation. *Virtus Enterpress*, 4 (1), 300-308.
- Corrar, L. J., Paulo, E., D. F., & Rodrigues, A. (2009). *Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI. São Paulo: Atlas.
- Costa, G. S. (2008). *A Influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil*. Dissertação de mestrado. Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil.
- Drobetz, W., Gugler, K., & Hirschvogel, S. (2004). *The Determinants of German Corporate Governance Rating*.
- Famá, R., & Barros, L. A. B. C. (2000/out/dez). Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7(4), São Paulo.
- Famá, E., & Jensen, M. (1983, June). Separation

- of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (1), 301-327.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Gotardelo, D. R. (2006). *Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: Uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado*. Dissertação de mestrado, Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Gujarati, D. (2006). *Econometria Básica* (Maria José Cyhlar Monteiro, Trad.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª tiragem.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005). *Análise Multivariada de Dados*. 5 ed. Porto Alegre: Bookman.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2010, Janeiro). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Recuperado em setembro, de 2010, de <http://www.ibgc.org.br>.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). *Indicadores*. Recuperado em maio, de 2013, de <http://www.ibge.gov.br>.
- Jensen, M. (2001). *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Harvard University Press.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976, October). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kapler, L., Love, I. (2002, April). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. [Working Paper n. 2818], World Bank Policy Research .
- Leal, R. P., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2005). Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile), Inter-American Development Bank, [Network Working Paper #R-514] Latin American Research Network, Research.
- Leal, R. P. (2004). Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração de Empresas da USP – RAUSP*, 39(4), 327-337.
- Lopes, A. B. (2002). *A Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Nobili, C. B.. (2006). *Governança Corporativa e Retornos Esperados no Mercado Acionário Brasileiro: Uma Extensão do Modelo de Três Fatores de Famá e French*. Dissertação de Mestrado (Administração), COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Organization for Economic Cooperation and Development (2004). *Corporate Governance*. Recuperado em maio, de 2011, de <http://www.oecd.org/about/publishing/>.
- Santos, J. F., & Leal, R. P. C.. (2007). Práticas de Governança em Empresas Familiares Não-Listadas de Capital Aberto. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro RJ, Brasil, 7.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52( 2), 737-783.
- Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*. São Paulo, 3(1), 1-18.
- Silva, M. C. D. (2009). *A adesão de boas práticas de governança corporativa e seus impactos sobre a avaliação financeiras das companhias abertas*. Dissertação de mestrado, Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, BH, Brasil.
- Silveira, A. Di M., Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Barros, L. A. (2007, June). *Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil*.
- Silveira, A. Di M. (2004). *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de doutorado, Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.