

RELAÇÃO ENTRE NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA

MARCIO AUGUSTO MIGUEL CUNHA
FEA-RP/USP
marcio.mcu@gmail.com

RELAÇÃO ENTRE NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento das empresas em grandes parques fabris, possibilitados pela descentralização e globalização das empresas, culminou na separação entre propriedade e controle, isso, pois o detentor de capital passou a precisar de um agente para realizar a gestão das companhias (BERLE; MEANS, 1932). Para garantir direitos ao agente e poder exercer controle, o detentor de capital necessitaria de contratos que determinariam os deveres e direitos entre as partes envolvidas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Os contratos visam garantir que os interesses individuais sejam alcançados, no entanto, a divergência de informações e poder entre os envolvidos, juntos com o interesse individual dos agentes de maximizarem sua utilidade, comprometem a qualidade dos contratos, gerando conflitos de interesse (BRICKLEY, 2004). Para Jensen e Meckling (1976), a firma é um ponto de intersecção de relacionamentos contratuais entre indivíduos, em que o principal delega ao agente a autoridade da tomada de decisões. Essa relação, conhecida como Teoria da Agência, pode apresentar desalinhamento de interesses, pois os envolvidos tendem a maximizar a utilidade individual, gerando conflito de interesse entre as partes. La Porta et al. (1998) expandiram os estudos de conflito de agência ao relatarem que grande número de empresas de diferentes países apresentam capital concentrado¹, ao invés do capital difuso. Dessa forma, o conflito de agência também pode ocorrer entre o acionista majoritário (controlador) e os acionistas minoritários. Para Brickley (2004), elaborar contratos e aprimorar o monitoramento das ações dos executivos são formas de tentar evitar os conflitos de agência, no entanto, essas ações incorrem em custos conhecidos como custos de agência.

Os mecanismos que visam mitigar os custos gerados pelo conflito de agência são conhecidos como governança corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008). Para o IBGC (2009, p.19), governança corporativa “[...] é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”. Silveira, Barros e Famá (2003) e Silveira (2010) apresentam os principais mecanismos internos como sendo: conselho de administração, conselho fiscal, sistema de remuneração executiva, estrutura de propriedade e relatórios contábeis em concordância com as normas internacionais publicados periodicamente. Como mecanismos externos os principais são: possibilidade de aquisição hostil, mercado de trabalho competitivo, leis de proteção aos investidores, *cross-listings* e parecer contábil dos relatórios financeiros realizados por empresas externas (independentes) de auditoria com renome no mercado. A governança corporativa se estende além dos mecanismos apresentados e deve englobar os princípios propostos pelo IBGC (2009): transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

O presente estudo analisou a influência do nível de governança corporativa adotada em relação ao desempenho econômico-financeiros das empresas. Para isso, o método que analisou a causalidade entre as variáveis foi a regressão estatística MMG-Sis. Também foi considerada a população alvo como sendo as empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores no mercado brasileiro. A amostra utilizada no modelo foi escolhida pelo autor de acordo com a conveniência e a expectativa, o que configura, assim, uma amostra não probabilística. Essa amostra é composta pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA durante

os anos 2010 e 2014, com exceção das empresas do setor financeiro, com resultados do lucro líquido negativos ou empresas com baixo volume de negociação no mercado. A variável independente foi o índice IGC desenvolvido por Silva e Leal (2005); as variáveis dependentes foram o Q-Tobin, desenvolvido por Tobin (1958) e simplificado por Chung e Pruitt (1994) e a taxa de lucro econômico, adaptada do EVA®; as variáveis de controle utilizadas no modelo foram: tamanho da empresa (LOGAT), receita (VPA), alavancagem financeira (END), custo do capital de terceiros (k_i) e as variáveis *dummies* ano e setor.

O mercado brasileiro foi escolhido, pois trata de uma economia com pouca proteção ao investidor e suscetível a escândalos de corrupção e desvios de dinheiro. Segundo Francis et al. (2013), os mecanismos de governança corporativa são mais necessários em economias com essas características.

O período amostral é posterior à grande crise do *subprime* - 2008 e 2009 - e anterior à crise econômica do mercado brasileiro - 2015 - em que o país entrou em retrocesso devido a diversos fatores políticos e econômicos. Assim sendo, a pesquisa não busca analisar se a governança auxilia o enfrentamento de crises, mas sim, se ela causa melhor desempenho econômico das empresas.

Os resultados da pesquisa e o método adotado servem como referencial para outras pesquisas que visam investigar as influências da governança corporativa. Os dados do nível de governança corporativa de cada empresa podem ser utilizados para analisar o comportamento de certas empresas de acordo com a necessidade do pesquisador. Os valores das variáveis dependentes podem servir de referência para estudar o desempenho das empresas e serve como valor para comparações. Já o resultado da regressão servirá como instrumento comprobatório da influência das variáveis de modelo, e assim poderá ser utilizado como referência sobre o tema.

2. PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

A pesquisa se propôs a resolver o problema que consiste em comprovar a influência da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro das companhias. O objetivo geral foi comprovar a influência da governança corporativa no desempenho econômico e financeiro da companhia. Além do objetivo geral, a pesquisa teve os seguintes objetivos específicos: investigar a evolução do nível da governança corporativa aplicada pelas empresas que compõem a amostra ao longo do período estudado; analisar a influência do desempenho passado das companhias em relação ao nível de governança adotado; identificar o nível de governança corporativa das empresas da amostra, apontando quais mecanismos são adotados.

Desse modo, a pergunta a ser respondida com este estudo é: O desempenho econômico e financeiro de uma empresa é influenciado pelo nível de governança corporativa adotado?

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Na teoria da firma, o acionista é detentor do capital, porém precisa do conhecimento e da força de trabalho do gerente para poder gerar retorno sobre seu investimento. Já o gerente, precisa do capital do acionista para poder financiar as suas operações. Para estabelecer esta relação, os dois indivíduos assinam um contrato em que se especifica: quais as atribuições e deveres do gerente, assim como as alocações e distribuições dos lucros que serão realizados. Nesse ponto é possível visualizar um problema na relação: como garantir que um contrato

seja completo a ponto de assegurar que o agente irá cumprir todas as responsabilidades exigidas pelo acionista? (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Para Jensen e Meckling (1976), teoria da firma é como um ponto de intersecção para uma gama de relacionamentos contratuais entre indivíduos. O relacionamento de agência é definido como um contrato entre o principal e o agente, em que é delegado para este a autoridade da tomada de decisões de tarefas, contanto que estejam alinhadas aos interesses daquele. Silveira (2010, p.35) adiciona que: “No contexto corporativo, o executivo é o agente que recebe uma procuração com poderes para tomar decisão em favor do conjunto de acionistas, seus principais”.

O conflito de agência é caracterizado pela divergência de interesses que pode ocorrer entre o principal e o agente. De acordo com Jensen e Meckling (1976) a busca por expandir a utilidade de cada indivíduo faz com que o agente nem sempre busque atingir os interesses do principal, mas sim o seu próprio interesse. Saito e Silveira (2008, p.80) adicionam que “se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal”.

Silveira (2010, p.37) argumenta que os contratos, tanto explícitos quanto implícitos, nem sempre podem ser cumpridos. O problema na elaboração dos mesmos faz surgir os chamados direitos de controles residuais, que são os direitos de tomar decisões não previstas no contrato. De acordo com o autor, os executivos possuem mais conhecimento do negócio que os acionistas, assim ficam livres para alocar os recursos nos controle residuais, o que pode acarretar, na visão dos acionistas, em um comportamento incorreto dos executivos.

La Porta et al.(1998) argumentam que a estrutura de controle através de capital disperso, ou pulverizado, não é comum na maioria dos países, mesmo que seja em países desenvolvidos. Os autores constataram que somente em países com a estrutura legal muito forte e que protege bem o acionista é utilizado o controle disperso, no restante o controle das empresas é realizado por pequenos grupos, em sua maioria famílias ou governo.

Jensen e Meckling (1976) apontaram que a relação de ações de controle em posse de um acionista que informa se o capital é disperso ou concentrado, é conhecida como estrutura de propriedade da empresa. La Porta et al. (2000, p.4) nomearam os acionistas controladores e os executivos como investidores internos, e os acionistas minoritários e credores como investidores externos.

O conflito de agência incorre em diferentes custos para a organização. De acordo com Jensen e Meckling (1976) os custos são decorrentes dos seguintes aspectos: (i) criação de contratos entre agente e principal; (ii) monitoramento das atividades e resultados dos agentes; (iii) esforço do agente para demonstrar que suas atividades estão em concordância com o acordado com o principal; (iv) custos residuais decorrentes da divergência do interesse entre principal e agente. Segundo os autores, o custo de agência é a soma desses custos e pode surgir em qualquer situação que envolva o esforço entre duas pessoas. “Na relação entre acionistas e executivos, os custos do tipo perdas residuais são aqueles decorrentes de decisões tomadas pelos executivos que não visam maximizar a riqueza dos acionistas.” (SILVEIRA, 2010, p.35). Outro custo gerado pelo conflito de agência é o que pode ocorrer quando a estrutura de propriedade da empresa é de um acionista detentor do controle da empresa. O acionista majoritário pode obter benefícios próprios através da expropriação da riqueza dos minoritários. De acordo com Saito e Silveira (2008, p.85), “um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência de entrincheiramento dos gestores, causando impacto negativo no valor da empresa”.

Governança corporativa “é um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivos e controle, que visam a minimizar custos decorrentes do problema de agência” (SAITO; SILVEIRA, 2008, p.80). Shleifer e Vishny (1997, p.738, tradução nossa) acrescentam: “Indivíduos que inserem capital na empresa precisam de garantias que irão ter retorno sobre o mesmo. Os mecanismos de governança corporativa proporcionam esta segurança”.

Os mecanismos de governança podem ser internos e externos à empresa. Como mecanismos internos destacam-se: o conselho de administração, o sistema de remuneração, a estrutura de capital, a atuação de investidores institucionais; e externo: ambiente institucional e legal em que a empresa está inserida, possibilidade de aquisição hostil e fiscalização dos agentes de mercado (SILVEIRA, 2010). Para o autor, dentre os mecanismos apresentados, o que pode ser considerado como principal é o conselho de administração. Ainda segundo o autor, as principais responsabilidades do conselho são decidir sobre grandes questões do negócio e monitorar os executivos a favor dos acionistas. Para o IBGC (2009) o conselho de administração representa o elo entre propriedade e gestão. Ele é responsável pela determinação das estratégias adotadas pela empresa e por gerenciar conflitos e divergências de opiniões. Para o instituto são responsabilidades do conselho: apoiar e principalmente supervisionar a gestão da empresa, pois deverá prestar contas para os acionistas. Assaf Neto (2012) argumenta que para uma boa governança corporativa é necessário que a empresa considere cinco valores: *fairness*, *disclosure*, *accountability*, *compliance* e *effectiveness*. Estes podem ser apresentados respectivamente como: (i) maior justiça, pois não permite discriminação dos minoritários; (ii) mais transparência, a empresa revela e disponibiliza informações para todos interessados; (iii) prestação de contas, pois revela maior responsabilidade pelos tomadores de decisões; (iv) conformidade, significa o cumprimento das leis, normas, regulamentos e outras exigências; e (v) eficácia, pois serão adotados modelos e instrumentos de gestão que permitem que a empresa demonstre: continuidade, capacidade de gerar lucros e criar riqueza. Enfim, para o autor, a governança corporativa deve estar focada em criar valor para o acionista, porém também deverá respeitar os relacionamentos com os *stakeholders*.

Os principais mecanismos da governança são internos e externos. Os internos são: conselho de administração, que é um grupo de pessoas escolhidas principalmente pelos acionistas as quais têm a finalidade de supervisionar e escolher os executivos, como também tomar as principais escolhas estratégicas da companhia; sistemas de remuneração, que é a forma e o montante da remuneração dos executivos que podem determinar o alinhamento dos interesses entre as partes; estrutura de propriedade, que representa a quantidade e o tipo de ações em posse do acionista controlador; transparência, que são as demonstrações financeiras, contábeis e econômicas, assim como as decisões e notícias relevantes devem ser apresentadas a todos os envolvidos no mesmo momento, de forma a evitar informação privilegiada por uma das partes; política de dividendos, que determina qual a quantidade do lucro da companhia que será dividida com os acionistas. Os externos são: possibilidade de aquisição hostil, em que muitas companhias possuem regras e cláusulas que dificultam a aquisição da companhia por outros acionistas, desta forma, quanto menor barreira para essa aquisição, melhor o mecanismo se configura; leis de proteção aos investidores, esse mecanismo está relacionado com o ambiente institucional e regulador em que a empresa está inserida; *cross-listings*, que é a listagem dos papéis da companhia em mercados internacionais; fiscalização de agentes do mercado, em que a maior fiscalização exige maior transparência da companhia, assim como ocorre um maior escrutínio externo das decisões tomadas. São exemplos de agentes: Agências de classificação de risco, os analistas de mercado e os fundos de investimentos (SILVEIRA, 2010).

4. METODOLOGIA

A atual pesquisa é caracterizada por Hair Jr et al. (2005) e Malhotra (2011) como descritiva longitudinal, pois é sustentada por grande número de teorias e pesquisas sobre o tema, possui a coleta de dados bem estruturada e visa comprovar a hipótese de que a governança corporativa influencia o desempenho das empresas, como também descreve eventos ao longo do tempo.

4.1. População e Amostra

A população alvo do estudo são as empresas de capital aberto com listagem na bolsa de valores BM&FBOVESPA. A amostra, não probabilística, que foi considerada neste estudo, foi selecionada através dos seguintes critérios:

- Foram excluídas as empresas do setor financeiro, pois o padrão contábil é diferente logo, a análise financeira e econômica deve ser abordada de forma única para esse setor;
- Foram excluídas as companhias com valor negativo na conta Patrimônio Líquido (PL), pois o cálculo da variável ROE, apresentada posteriormente, ficaria inviável caso fosse considerada;
- Por utilizar valores de mercado, as empresas foram limitadas para que tenham certo percentual de volume de negócios na bolsa de valores analisada. O critério segue recomendações empreendidas por outras pesquisas (SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2003; SILVEIRA et al., 2004), as quais recomendaram percentual mínimo do volume de negociação das empresas no período analisado. Neste estudo foi adotado que somente empresas com volume de negociação superior a 1% da empresa de maior volume em todos os anos analisados, ou seja, caso a empresa em pelo menos um dos anos não apresentar os critérios apresentados, ela estará excluída da amostra. Essa medida permite que a amostra seja balanceada no período analisado.

➤ Tabela 1 - Tamanho da amostra

Ano	Nº de elementos da amostra	Nº de elementos da população alvo
2014	200	334
2013	200	345
2012	200	349
2011	200	357
2010	200	365

➤ Fonte: Adaptado do Economática®

A pesquisa é composta por dados em painel, assim, a amostra foi analisada em diferentes pontos no tempo. Foi utilizado, no estudo, o período posterior à grande crise econômica dos títulos do *subprime*, a qual teve seu ápice em 2008 e 2009, e o epicentro foi a economia dos EUA. Dessa forma, o período estudado foi composto pelos anos 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014. Vale ressaltar que apesar de muitas pesquisas de governança corporativa estudarem os mecanismos em um cenário de crise econômica, a pesquisa atual visou analisar os efeitos da governança em relação ao desempenho da empresa, assim, foi adotado o período posterior a

crise para não enviesar os resultados do estudo. A tabela 1 apresenta o número de empresas que compõem a população e a amostra de acordo com o período analisado.

4.2. Variáveis e coleta de dados

Variável independente “é aquela que influencia, determina ou afeta outra variável; é fator determinante, condição ou causa para determinado resultado, efeito ou consequência” (MARCONI e LAKATOS, 2003, p.138). Neste estudo a variável independente foi o índice de governança corporativa (IGC). O IGC é uma variável com escala ordinária em que os valores podem variar entre 0 e 15. Desenvolvido por Silva e Leal (2005), conforme apresentado no quadro 1, trata de um questionário com respostas do tipo binária, zero ou um. As perguntas abrangem os mecanismos de governança corporativa e servem de indicador da qualidade da governança que está sendo aplicado em cada empresa da amostra. Dos grupos, somente o terceiro precisou do auxílio do software Economática®, as demais foram respondidas através do Formulário de Referência. O Quadro 1 apresenta um resumo dos critérios utilizados para o preenchimento do questionário.

Variável dependente representa os valores que a pesquisa busca encontrar. Essa variável é influenciada pela variável independente e não pode ser manipulada pelo pesquisador. As variáveis dependentes investigadas neste trabalho são: taxa de lucro econômico (TLE) e Q-Tobin (Q).

“Variável de controle é aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositadamente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente” (MARCONI e LAKATOS, 2003, p.145).. As variáveis de controle utilizados neste trabalho foram: tamanho da empresa, setor, endividamento, custo financeiro e ano.

A base de dados será formada por informações secundária que serão extraídas do banco de dados Economática®, do *homebroker* e dos sites: Prof. Damodaranⁱⁱ e Instituto Assafⁱⁱⁱ.

Quadro 1 - Coleta de dados do questionário IGC

nº	Questão	Descrição	Formulário de Referência
Transparência			
1.	A empresa divulga seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	(Até 30 de Abril)	12.3
2.	A companhia utiliza padrão contábil internacional (IASB ou US GAAP)?	Depois de 2010, todas as empresas SA são obrigadas a utilizar	2.1
3.	A companhia utiliza uma das principais empresa de auditoria globais?	(PWC, KPMG, Ernst & Young, Deloitte, Touche & Tohmatsu)	2.1
Conselho de Administração			
4.	O presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes?	O presidente e o diretor não podem ser os mesmos	12.6
5.	O conselho é claramente não composto por <i>insiders</i> e acionistas controladores?	Verificar se a relação de parentesco ou de controle está no conselho	12.9 / 12.10
6.	O tamanho do conselho está entre 5 e 9 membros?	Contar o número de conselheiros efetivos	13.2
7.	Os membros do conselho possuem mandato de 1 ano?	Verificar a data da posse e a data da saída	12.6
8.	Existe um conselho fiscal permanente?	Verificar se o conselho é permanente ou não	12.1 b
Estrutura de Propriedade e de Controle			
9.	O controlador possui menos de 50% das ações com direito a voto?	ON do controlador > 50%	15.1
10.	A porcentagem de ações votantes em relação ao capital total é maior que 80%?	(ON / ON+PN)>0,80	15.1
11.	A relação entre ações com direito a fluxo com as ações com direito a voto em posse do controlador é maior ou igual a "1"	(PN/ON) ≥ 1 ou se tiver somente ON então = "1"	15.1

12.	O <i>free-float</i> é maior ou igual ao mínimo exigido pela BM&FBOVESPA para o Nível Novo Mercado (25%)	verificar arquivos da CVM se está declarado <i>free float</i> maior que 25%	15.3
Direito dos acionistas			
13.	O contrato social da empresa estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?	Verificar no formulário de referência	12.5
14.	O contrato social da empresa concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?	Verificar se existe mais de um representante no conselho administração que não foram escolhidos pelo controlador	12.6
15.	A empresa concede direito de <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?	<i>Tag along</i> deve ser 100%, tanto para ON quanto para PN	18.1
Cada questão possui resposta do tipo "sim" ou "não". Se a resposta é "sim", então o valor atribuído à questão é "1", caso contrário o valor é "0". O índice é a soma dos pontos para cada questão. O máximo valor do índice é 15.			

Fonte: Adaptado de Silva e Leal, 2005, p.5.

O quadro 2 apresentará as variáveis dependentes e de controle utilizadas no estudo e as respectivas coletas de dados.

Quadro 2 – Resumo das variáveis dependentes e de controle

Nome da variável	Descrição	Tipo	Coleta	Justificativa
TLE - Taxa de lucro econômico	$TLE = ROE - k_e$, Em que: k_e = custo de capital próprio ROE = Retorno para o acionista Seja: $k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \text{RiscoBR}$ $\beta = \beta_u \times [1 + (P/PL) \times (1 - IR)]$ Em que: R_f = Taxa sem risco (<i>risk free</i>) R_m = risco de mercado β = Risco incremental β_u = β desalavancado P/PL = alavancagem IR = imposto de renda ROE = Lucro líquido / PL Em que: PL = Patrimônio Líquido	Dependente	Economática® = P, PL, IR e Lucro Líquido Site Damodaran = β , β_u , R_m e R_f Site Instituto Assaf = Inflação e Risco país	Variável adaptada, sugerida por Araújo et. al (2008), do modelo de cálculo desenvolvido pela consultoria STERN STEWART&Co em 1982. Este modelo analisa o quanto a empresa criou valor acima do custo de capital exigido pelos acionistas baseado no <i>benchmarking</i> do mercado. O índice foi utilizado pelas pesquisas: Silva, Reis e Lamounier (2012).

<p>Q - Q de Tobin</p>	<p>Indicador de desempenho desenvolvido por Tobin (1958) e simplificado por Chung e Pruitt (1994).</p> <p>$Q = (VMAO + VMP + DIVT) / AT$</p> <p>Em que: VMAO = valor de mercado das ações ordinárias, VMP = valor de mercado das ações preferenciais, DIVT = valor das dívidas de longo e curto prazo, AT = Ativo total.</p>	<p>Dependente</p>	<p>Economática®</p>	<p>Indicador mais utilizado em pesquisas de governança para medir o desempenho das empresas. (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988; BHAGAT e BLACK, 2000; LA PORTA et al., 2002; SILVA e LEAL, 2005; CAIXE e KRAUTER, 2013; CATAPAN e COLAUTO, 2014)</p>
<p>LOGAT - Ativo total e VPA - Receita</p>	<p>Representa o tamanho da empresa, medido através dos ativos ou da receita:</p> <p>$LOGAT = \text{Log}(\text{Ativo Total})$ $VPA = \text{Preço das ações} / n^\circ \text{ de ações}$</p>	<p>Controle</p>	<p>Economática®</p>	<p>O tamanho da empresa pode influenciar tanto o desempenho da empresa quanto o nível de governança. As seguintes pesquisas utilizaram o tamanho como variável de controle: Bhagat e Black (2000); Reese Jr. e Weisbach (2002); Silveira, Barros e Famá (2004); Silveira et al. (2004); Silva e Leal (2005); Silveira et al. (2009); Holtz e Neto (2013) e Caixe e Krauter (2013).</p>
<p>Setor</p>	<p>Variável de classificação do setor através de <i>dummy</i> conforme classificação fornecida pelo Economática®</p>	<p>Controle</p>	<p>Economática®</p>	<p>O setor pode influenciar o desempenho das empresas devido ao fato de que a concorrência ou peculiaridades do negócio podem incorrer em melhorias administrativas que resultam em melhores resultados. As pesquisas que utilizaram o setor como variável de controle são: Bhagat e Black (2000); Silveira, Barros e Famá (2003); Silveira et al. (2004).</p>
<p>END - Endividamento</p>	<p>Representa o quanto a empresa está alavancada, ou seja, mede a porcentagem de capital de terceiro sobre o capital próprio:</p> <p>$END = P / PL$</p> <p>Em que: P = Passivo PL = Patrimônio Líquido</p>	<p>Controle</p>	<p>Economática®</p>	<p>De acordo com Assaf Neto (2012, p.116) mede o grau de dependência financeira da empresa em relação aos recursos de terceiros. Esta variável pode influenciar o desempenho da empresa na medida em que maior endividamento acarreta maior risco para a empresa e aumenta a dificuldade de captação de novos recursos.</p>

<p>Ki - Custo de capital de terceiro</p>	<p>Representa o custo exigido pelos credores para financiar a empresa:</p> <p>$Ki = \text{Despesas Financeiras} / PO$</p> <p>Em que: PO = Passivo Oneroso</p>	<p>Controle</p>	<p>Economática®</p>	<p>O valor do ki de uma empresa é calculado baseado em valores de escala global, denominados como <i>ratings</i> de dívidas. O cálculo do custo de capital pelos agentes de mercado é baseado no risco operacional e financeiro da empresa, assim, quanto pior a qualidade da governança, maiores o risco e o valor do custo de capital de terceiros (ki). Neste cenário, a empresa deverá captar investimentos a custos maiores, o que pode acarretar em pior desempenho.</p>
--	--	-----------------	---------------------	--

4.3. Método de regressão

O trabalho tentou explicar a relação de causalidade entre governança corporativa e desempenho da empresa, em que foram tratadas, respectivamente, como variáveis: independente e dependente. Assim, o modelo utilizado foi o MMG-Sis, que, de acordo com os autores Wintoki et al. (2009), Arellano e Bond (1991), Blundell e Bond (1998) e Barros et al. (2010) é o método mais recomendado para as pesquisas de governança corporativa.

. De acordo com o apresentado por Wintoki et al. (2009), que testou o modelo para as pesquisas de governança, o cálculo do método é representado pela Equação (1).

$$\begin{bmatrix} y_{it} \\ \Delta y_{it} \end{bmatrix} = \alpha + k \begin{bmatrix} y_{it-p} \\ \Delta y_{it-p} \end{bmatrix} + \beta \begin{bmatrix} X_{it} \\ \Delta X_{it} \end{bmatrix} + \gamma \begin{bmatrix} Z_{it} \\ \Delta Z_{it} \end{bmatrix} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Sendo i a empresa, t o ano, α é o intercepto, y_{it} é a variável dependente, X_{it} é a variável de interesse, Z_{it} representa as variáveis de controle, y_{t-1} é a defasagem da variável dependente e ϵ_{it} é o termo de erro aleatório.

O método da Equação (1) ainda apresenta heterogeneidade não observada, assim, é preciso assumir um pressuposto de que a variável de interesse e as variáveis de controle sejam correlacionadas com os efeitos não observados, e esta correlação deve ser constante ao longo do tempo, e assim, somente pode ser feita para curto período de tempo. Esta presunção leva a condição de ortogonalidade apresentada na Equação (2).

$$E[\Delta X_{it-s}(\eta_i + \epsilon_{it})] = E[\Delta Z_{it-s}(\eta_i + \epsilon_{it})] = E[\Delta y_{it-s}(\eta_i + \epsilon_{it})] = 0, \quad \forall s > p \quad (2)$$

Em que η_{it} é a heterogeneidade não observada e p é o período de defasagem do tempo.

De acordo com Rodman (2009, p.137), esse modelo foi desenvolvido para painéis com curto período de análise e com grande número de elementos analisados. Nesta pesquisa foram adotados os seguintes pressupostos: Os resíduos devem possuir somente autocorrelação de primeira ordem, e para testar esse pressuposto é recomendado utilizar o teste de Arellano/Bond. De acordo com Wintoki et al. (2009, p.26), a maior preocupação do modelo é se foi utilizado, ou não, um número de defasagem suficiente para controlar a endogeneidade dinâmica. Se a resposta for sim, então qualquer valor de desempenho histórico, que influenciou essas defasagens, serão válidos desde que exógenos aos impactos na variável atual de desempenho; Segundo Roodman (2009), o teste de Hansen é utilizado para validar os estimadores do modelo, conhecido como teste J , verifica a sobre identificação (*over-identification*), pois de acordo com Wintoki et al. (2009, p.27), esse modelo utiliza múltiplos

instrumentos defasados e assim é sobre identificado; teste estatístico da diferença do teste de Hansen, em que de acordo com a pesquisa de Wintoki et al. (2009, p.27), a hipótese nula é de que são exógenos os subconjuntos dos instrumentos utilizados nos níveis da equação, assim, é importante que não seja rejeitada essa hipótese e constatar que os instrumentos utilizados no modelo são de fato exógenos.

5. ANÁLISE DE RESULTADOS

A variável independente, IGC, é a variável alvo do estudo. Nela foram encontrados os aspectos de Governança Corporativa de cada empresa da amostra ao longo do período analisado. Foi feita a contagem do número de empresas que obtiveram valores positivos para cada pergunta que compõe o índice. Ao analisar horizontalmente os dados, chegou-se as seguintes conclusões: A primeira, segunda^{iv} e sétima questões não sofreram alteração significativa ao longo dos anos. Já a quarta e décima quinta apresentaram melhoras significativas ao longo dos anos, tendo aquela uma evolução de 75,5%, em 2010, a 86,0%, em 2014, e esta uma evolução de 44,5% a 52,5%. A questão número cinco apresentou piora ao longo dos anos, partindo de 23,5% em 2010 para 17,5% em 2014. Já as questões terceira, sexta, oitava, nona, décima, décima primeira, décima segunda e décima terceira apresentaram ligeira melhora ao longo dos anos partindo de 2010 para 2014. Por fim a décima quarta questão apresentou melhora entre 2010 e 2013, porém teve um retrocesso em 2014. A análise vertical nos permite constatar quais setores apresentaram maior número de empresa com respostas positivas no índice, em que os setores com números melhores foram: agro e pesca, mineração, máquinas agrícolas e *software* de dados, com pontuações de 65,1%, 64,1%, 62,6% e 61,2%, respectivamente. Já os setores com números inferiores foram: eletroeletrônico, químico e têxtil, com pontuação respectiva de 44,6%, 48,0%, 49,8%.

Tabela 2 - Análise descritiva das variáveis dependentes

Variável	Valor Mínimo	Valor Máximo	Média	Desvio Padrão
Q-tobin (2014)	-0,18	4,23	0,876	0,69
Q-tobin (2013)	-0,13	4,64	0,998	0,82
Q-tobin (2012)	-0,20	6,14	1,052	0,95
Q-tobin (2011)	-0,27	5,25	1,027	0,85
Q-tobin (2010)	-0,12	6,05	1,175	0,95
Tle (2014)	-19,66	1,01	-0,451	1,77
Tle (2013)	-4,91	0,19	-0,591	0,63
Tle (2012)	-4,31	0,77	-0,303	0,46
Tle (2011)	-1,32	1,34	0,082	0,23
Tle (2010)	-1,46	1,42	-0,155	0,30

Fonte: O autor, 2017.

As variáveis dependentes analisadas foram TLE e Q-tobin em cada ano que compõe o período amostral. De acordo com a tabela 2, é possível analisar que entre 2010 e 2014, houve piora nos valores médios das duas variáveis analisadas. O TLE apresentou valores negativos em quase todo período da amostra, com exceção de 2011, essa variável apresentou que as empresas em média estão destruindo valor, o que é um indicador negativo do desempenho das mesmas. A variável Q-tobin pode ser analisada conforme especificações apresentadas por Famá e Barros (2000), em que os autores apresentam que diversas pesquisas apontam aspectos positivos para as empresas que apresentam $Q-tobin > 1$ e valores deficitários para as empresas com $Q-tobin < 1$. Desta forma, a análise descritiva desta variável mostrou que as

companhias da amostra apresentam o Q-tobin muito próximo de 1, sendo que de 2010 a 2012 o valor foi superior e nos anos 2013 e 2014 o valor foi inferior. A tabela 3 apresenta o teste ANOVA das médias das variáveis dependentes, em que ambas apresentaram o *p-value* inferior ao nível de significância de 5%, assim pode-se rejeitar a hipótese nula de que as médias são iguais ao longo dos anos analisados.

O modelo utilizado com a variável dependente TLE apresentou significância de 5% com a variável independente IGC, o que torna mais confiável o valor de 0,062 encontrado para o coeficiente. Esse valor representa influência positiva da governança no desempenho da empresa, o que corrobora com a expectativa da literatura, no entanto, a relação positiva é muito sutil, sendo que o coeficiente está na casa centesimal, o que mostra pouco peso da influência do IGC sobre o TLE.

Tabela 3 - Teste ANOVA das variáveis dependentes

Variável	Test ANOVA	
	Sig. (p-value)	F
Q-Tobin	0,014*	3,124
TLE	0,000**	17,521

Calculado através do *software* SPSS20. (*) Nível de significância = 5% e (**) nível de significância = 1%.

Fonte: O autor, 2017.

Ainda na regressão utilizada para a variável TLE, ao analisar as variáveis de controle, pode-se verificar que o LOGAT apesar de apresentar um coeficiente negativo com valor alto, não teve relevância estatística, pois a significância foi superior a 10%. Já as variáveis END, VPA e ki apresentaram relevância estatística, no entanto, somente a primeira apresentou coeficiente na casa decimal, as duas restantes, na casa centesimal. Pode-se constatar através do modelo que as variáveis VPA e ki possuem relação positiva com o desempenho da empresa, enquanto as variáveis END e LOGAT possuem relação negativa com o desempenho, ou seja, atrapalham o rendimento da companhia. A variável SETOR não representa significância estatística, apesar de ligeiramente influenciar positivamente o modelo. Os resultados das variáveis de controle se mostram contraditórios, visto que o aumento da alavancagem financeira diminui o desempenho (END(-)), porém o aumento do custo do capital próprio, (ki(+)), colabora com o desempenho. Por fim, pode-se comentar que o tamanho da empresa influencia negativamente o desempenho (LOGAT(-)), porém a receita é influência positiva ao modelo (VPA(+)).

Mantendo a análise para a variável TLE, foram encontrados valores com significância estatística para as variáveis *dummies* dos anos, assim, permite constatar que a variação no mercado entre os anos influenciam o modelo.

Os resultados para o modelo com a variável dependente Q-Tobin são: a variável IGC apresentou coeficiente positivo, o que em concordância com a literatura sugere influência positivas das boas práticas de governança corporativa com o desempenho da companhia, no entanto, o modelo não apresentou significância estatística para essa variável, o que torna fraco estatisticamente o valor encontrado. Em relação às variáveis de controle, somente a variável ki apresentou significância estatística no modelo, desta forma, as demais variáveis não possuem relevância estatística que possibilite emitir alguma conclusão. A variável ki mostrou relação positiva com o modelo, assim como na regressão com a variável dependente TLE, demonstrando assim coerência dos modelos. Dentre as variáveis temporais, somente para o ano de 2014 apresentou significância estatística. Pode-se concluir que o modelo estatístico

para a variável Q-Tobin não possui relevância estatística devido às poucas variáveis dentro do valor de significância estabelecido.

Tabela 4 - Resultado do modelo de regressão

Variável	TLE	Qtobin
	Coefficiente (t / p-value)	Coefficiente (t / p-value)
TLE (t-1) / Qtobin (t-1)	-0.1429746* (-1.83 / 0.069)	0.2352488*** (4.59 / 0.000)
IGC	0.0621181** (2.00 / 0.47)	0.0307518 (0.71 / 0.477)
LOGAT	-0.1505222 (-0.76 / 0.446)	0.1335577 (0.55 / 0.582)
END	-0.1622365*** (-15.71 / 0.000)	-0.0034024 (-1.62 / 0.108)
VPA	0.0026779*** (10.20 / 0.000)	-0.0000767 (-0.45 / 0.653)
ki	0.0828628*** (15.47 / 0.000)	0.0333042*** (4.57 / 0.000)
SETOR	0.0034921 (0.92 / 0.359)	0.0025167 (0.50 / 0.620)
Iano_2011	0.5662248*** (20.48 / 0.000)	-0.0338897** (-1.99 / 0.048)
Iano_2012	0.3139645*** (10.70 / 0.000)	-
Iano_2013	-	-0.0209788 (-1.32 / 0.188)
Iano_2014	0.2693426*** (10.08 / 0000)	-0.0998153*** (-4.42 / 0.000)
constante	0.0048361 (0.00 / 0.997)	-0.514369 (0.38 / 0.708)
Teste de Arelano e Bond AR(1) - (p-value)	(0.049)	(0.779)
Teste de Arelano e Bond AR(2) - (p-value)	(0.281)	(0.017)
Teste Hansen (J) de sobre indentificação	(0.045)	(0.010)
Diferença no teste de Hansen de exogeneidade dos subconjuntos dos instrumentos:		
Instrumentos GMM:		
-Teste Hansen excluindo o grupo (Prob>chi2)	(0.017)	(0.111)
- Diferença (Ho= exógeno) (Prob>chi2)	(0.429)	(0.015)
Instrumentos padronizados IV:		
-Teste Hansen excluindo o grupo (Prob>chi2)	(0.126)	(0.020)
- Diferença (Ho= exógeno) (Prob>chi2)	(0.067)	(0.091)
Número de instrumentos	23	23

Significância: *(10%), **(5%) e ***(1%). Alguns valores das variáveis ano foram omitidos devido a problemas de colinearidade. Tabela produzida através do *software* STATA13.

Por fim, em ambos a variável que representa a influência do desempenho passado sobre o desempenho atual apresentou significância estatística, para o primeiro modelo no nível de 10% e para o segundo, 1%. Ainda sobre esta variável, a influência sobre as duas regressões se mostrou diferente, visto que na primeira teve valor negativo e na segunda o valor positivo.

A variável dependente TLE apresentaram os seguintes resultados para os pressupostos necessários para garantir a robustez dos resultados: Os resíduos devem possuir autocorrelação de primeira ordem, porém, não o de segunda ordem. Para validar o teste de Arellano/Bond

deve-se rejeitar a hipótese nula para AR(1) e não rejeitar para AR(2). No modelo, os resultados foram 0,049 e 0,281, desta forma, para o nível de significância de 5% foram rejeitados H_0 no primeiro caso e não no segundo, assim, o teste foi concluído em concordância com o necessário para validar o modelo. Em relação ao teste Hansen-J, que verifica a validade dos instrumentos, ou seja, se os mesmos não são sobre identificados, assim, não se pode rejeitar H_0 . O resultado para esse teste foi de 0,045, rejeitando H_0 para o nível de significância de 5%. Assim, para esse modelo estar em concordância com o teste, deveria ser utilizada significância de 1%, o que implicaria na recusa do teste anterior. Por fim, no teste estatístico da diferença do teste de Hansen é importante que não se rejeite o H_0 , em que diz que os instrumentos são externos. Nesse teste a hipótese nula não foi rejeitada para significância de 5%, comprovando assim a exogeneidade dos instrumentos.

Para a regressão com a variável dependente Q-tobin, os três pressupostos não foram comprovados, assim, o modelo apresentou as seguintes falhas: Autocorrelação de segunda ordem com os resíduos, mas não a de primeira ordem. Instrumentos sobre identificados, ou seja, a não validade dos instrumentos. Os instrumentos utilizados nos níveis da equação não são exógenos.

Ao analisar os resultados para as regressões através do método MMG-Sis pode-se verificar que o desempenho das empresas é dependente do nível de governança adotado pelas empresas, a afirmação está alinhada com o objetivo geral da pesquisa. Pode-se chegar a essa conclusão ao verificar que a pontuação obtida pelo índice IGC, que representa o nível de governança corporativa aplicado pela empresa, influencia positivamente o desempenho. No entanto, é importante comentar sobre a significância estatística e como o modelo cumpriu seus pressupostos, pois, na regressão em que foi considerada a variável de desempenho TLE (taxa de lucro econômico), o coeficiente teve nível de significância inferior a 5% o que torna confiável o resultado, também os pressupostos da regressão foram obtidos, deixando o modelo mais robusto; já a variável de desempenho Q-Tobin não apresentou significância estatística e não conseguiu obter os pressupostos necessários para o modelo. Assim, apesar de os resultados para ambas variáveis estarem em concordância com o objetivo da pesquisa, somente para a variável TLE é que a afirmação possui relevância.

Os resultados confirmaram que a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras tem melhorado ao longo dos anos. Essa assertiva foi verificada ao se comparar os resultados do índice de governança corporativa (IGC) desta pesquisa com os resultados da pesquisa de Silva e Leal (2005) que desenvolveram o índice, pois foi possível verificar grande evolução das empresas brasileiras, visto que na pesquisa dos autores, poucas empresas apresentaram a pontuação “boa” para governança, abaixo de 5%. Já na pesquisa atual, as empresas com essa pontuação variou de 34,5% até 43,50%. Aplicando a mesma comparação para as empresas com a pontuação “pobre”, houve inversão de valores, pois na pesquisa de Silva e Leal (2005) mais de 20% obtiveram essa classificação, enquanto que nesta a contagem ficou abaixo de 7%. Ainda sobre a variável IGC, a pesquisa atual mostrou coerência com outras a respeito de qual grupo de mecanismos está sendo mais ou menos aplicado nas empresas, pois tanto nesta como nas outras pesquisas, como as de Catapan e Colauto (2014) e Silveira et al. (2009), os mecanismos de transparência e os direitos dos acionistas foram respectivamente os melhores e piores classificados.

6. CONCLUSÃO

A pesquisa foi desenvolvida com o intuito de comprovar a teoria de que a governança corporativa influencia no desempenho econômico-financeiro das companhias. Para isso, foi

relacionada a variável independente, que representa o nível de governança corporativa, com a variável dependente, que representa o desempenho. Para medir governança corporativa, foi escolhida a variável IGC desenvolvida por Silva e Leal (2005). Para representar o desempenho econômico-financeiro das companhias foram escolhidas as variáveis: Q-Tobin e a taxa de lucro econômico (TLE). Por fim, também foram incluídas no modelo as variáveis de controle com intuito de minimizar erros no modelo estatístico de regressão utilizado.

Com relação aos objetivos específicos, os resultados apontaram um melhora no nível de governança corporativa aplicado pelas empresas ao longo do período amostral; apontaram que o desempenho passado da companhia influencia o nível de governança adotado; e por fim, apontaram que a classificação da governança corporativa no Brasil tem um nível médio, de acordo com a escala proposta por Silve e Leal (2005), sendo que os mecanismos de transparência são os mais empregados.

A variável que analisa o lucro econômico (TLE) indica se o negócio da empresa está realmente criando ou destruindo valor para os acionistas. O resultado descritivo dessa demonstrou um cenário em que as empresas em média estão destruindo valor, já que o TLE foi negativo, como também a tendência foi de piora durante os anos, o que permite atestar o prelúdio da crise que viria a se instaurar no país no início de 2015, posterior ao período analisado no estudo. Também a variável Q-Tobin apontou piora ao longo dos anos, corroborando com a conclusão apresentada.

Pode-se concluir com este estudo que a governança corporativa exerce influência no desempenho da empresa, ainda que sutil. A constatação positiva vai ao encontro de outras pesquisas, como Silveira, Barros e Famá (2006); Silva e Leal (2005); Silveira et al. (2009); Catapan e Colauto (2014). Nesse estudo também foram utilizados métodos estatísticos que vão ao encontro das especificações de Arellano e Bond (1991); Blundell e Bond (1998). Börsch-supan e Köke (2002); Wintoki et al. (2009); Barros et al. (2010); em que é empregado maior rigor estatístico no modelo.

7. REFERÊNCIAS

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **Review of economics studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ARAÚJO, A. M. P. De; LIMA, F. G.; ASSAF NETO, A. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v.43, n.1, p.72-83, jan./fev./mar. 2008.

BARROS, L. A. B. de C.; CASTRO JUNIOR, F. H.; SILVEIRA, A. D. M. da; BERGMANN, D. R. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação, 2010. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em: 05 abr. 2015.

BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BHAGAT, S.; BLACK, B. Board independence and long-term firm performance. **University of Colorado working paper**, 2000.

- BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, nov. 1998.
- BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. *An applied econometrician's view of empirical corporate governance studies*. **German Economic Review**, v. 3, p. 295-326, 2002.
- BRICKLEY J. A.; SMITH C. W.; ZIMMERMAN J. L. **Managerial economics and organizational architecture**. 4. ed. Irwin, EUA: McGraw-Hill, 2004.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista de contabilidade e finanças**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/jun./jul./ago. 2013.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, jul./set. 2014.
- CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, 1994.
- FAMÁ, R; BARROS, L. A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de pesquisas em administração**, v. 07, n. 4, out./dez. 2000.
- FRANCIS, B.; HASAN, I.; SONG, L.; WAISMAN, M. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. **Emerging markets review**, n. 15, p. 57-71, 2013.
- HAIR JR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Tradução de Lene Belon Ribeiro. Porto Alegre: Bookman 2005. 471 p.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Códigos das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. p.73. São Paulo, SP: IBGC, 2009.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure*. **Journal of Economics**, v.3, n.4, p.305-360, 1976.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *Law and Finance*. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, 1998.
- _____. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.
- MARCONI, M. de A.; LAKATOS, M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: foco na decisão**. Tradução de Opportunity Translations. Revisão técnica de Maria Cecília Laudísio e Guilherme de Farias Shiraishi. 3 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation. **Journal of financial economics**, n. 20, p. 293-315, 1988.
- REESE JR, W. A.; WEISBACH, M. S. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. **Journal of financial economics**, v. 66, p. 65- 104, 2002.

ROODMAN, D. Practitioners`corner: A note on the theme of too many instruments. **Center for global developmente**, 2009.

SAITO, R.; SIVEIRA, A. D. M. Da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, abr./jun. 2008.

SAMI, H.; WANG, J. ZHOU, H. Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. **Journal of international accounting, auditing and taxation**, v.20, n.11, p. 106-114, 2011.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *A survey of corporate governance*. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 2, jun. 1997.

SILVA, A, L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista brasileira de finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, D. A. da; REIS, E. M. dos; LAMOUNIER, W. M. O processo de criação de valor para o acionista comparado em cada nível de governança corporativa segmentado na Bovespa: um estudo com as empresas que compõem a carteira de ações do índice Brasil (Ibrx 100). **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, jan./jun. 2012.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS. L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, jan./mar. 2003.

_____. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista brasileira de finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

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

SILVEIRA, A. D. M. da; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.

TOBIN, J. Liquidity preference as behavior towards risk. **The review of economic studies**, v. 25, n. 2, p. 65-86, fev. 1958.

WINTOKI, M. B.; LINCK, J. S.; NETTER, J. M. *Endogeneity and the dynamics of corporate governance*. **European Summer Symposium in Financial Markets**, 2009.

ⁱ “O controle é exercido por um acionista ou grupo de acionistas, vinculado por acordo de sócios ou sob controle comum, que possui formalmente mais de 50% das ações ou quotas com direito a voto da organização” (IBGC, 2009, p. 17).

ⁱⁱ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

ⁱⁱⁱ <http://www.institutoassaf.com.br/assafii/site/quem.aspx>

^{iv} A segunda questão não se alterou, pois de acordo com a IN da CVM nº457, art 1º, todas as companhias abertas deverão apresentar as suas demonstrações financeiras adotando o padrão contábil internacional, assim, todas empresas obtiveram notas positivas nessa questão.