

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**  
**SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS**  
**MESTRADO EM CONTABILIDADE**  
**ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O**  
**DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO**  
**DO BRASIL**

**ANDERSON CATAPAN**

**CURITIBA / PR**

**2011**

**ANDERSON CATAPAN**

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O  
DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO  
DO BRASIL**

**CURITIBA/PR**

**2011**

**ANDERSON CATAPAN**

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O  
DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO  
DO BRASIL**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, Programa de Mestrado em Contabilidade – Área de Concentração Contabilidade e Finanças, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto

**CURITIBA/PR**

**2011**

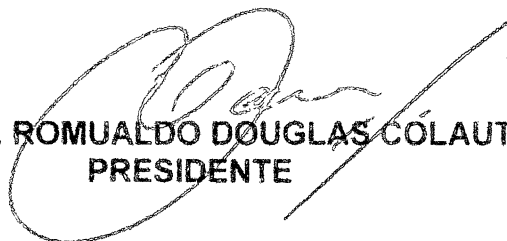
**“ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL”**

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.



**PROF.ª DR.ª MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO**  
**COORDENADORA DO PROGRAMA DE MESTRADO EM CONTABILIDADE**

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:



**PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO**  
**PRESIDENTE**



**PROF. DR. RODRIGO OLIVEIRA SOARES**  
**MEMBRO**



**PROF. DR. CÍCERO APARECIDO BEZERRA**  
**MEMBRO**

*Para meus pais e irmã: Edilson Antonio Catapan,  
Rosi de Fátima Catapan e Dariane Catapan,  
pela força e apoio sempre que necessário.*

## AGRADECIMENTOS

Esta dissertação não é fruto apenas do meu trabalho, mas sim do apoio, ajuda e interesse de várias pessoas, que ajudaram muito na minha formação.

Primeiramente, agradeço a Deus, pela minha vida, pela força e pelo dom da inteligência concedido a mim e a todas as pessoas que me apoiaram.

Depois, agradeço ao Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto, pelos ensinamentos não só para a dissertação, mas para a vida.

Em seguida, agradeço aos professores que aceitaram participar da banca de qualificação da minha pesquisa, os quais: Rodrigo Oliveira Soares e Cícero Bezerra, que contribuíram muito para a qualidade deste trabalho.

Aos demais professores do Programa de Mestrado em Contabilidade da UFPR, em especial aos que me ajudaram, durante as disciplinas, aprimorar meus conhecimentos na área, os quais: Márcia Espejo, Ademir Clemente, Luciano Scherer, Ana Paula Mussi, Vicente Pacheco e Lauro Brito.

A CAPES e ao REUNI, pelo apoio financeiro no primeiro ano do Mestrado.

Finalizando, um agradecimento especial ao amigo Cláudio Marcelo Edwards Barros pelo compartilhamento e parceria de coleta de dados, discussão e análise dos mesmos.

## RESUMO

A Governança Corporativa representa um conjunto de mecanismos que ajuda os acionistas melhorar os retornos sobre os capitais investidos e diminuir os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Nesse contexto, o objetivo do estudo consiste em analisar a relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BM&FBOVESPA. A amostra selecionada contempla 111 companhias escolhidas aleatoriamente no universo das companhias abertas que negociam ações na BM&FBOVESPA no período de 2008 à 2010. Para identificar o nível de divulgação das informações sobre as práticas de Governança Corporativa, utilizam-se os instrumentos propostos por Almeida *et. al.* (2010) e Leal (2004). Os achados mostram que quanto maior a evidenciação de informações, maior o valor de mercado das empresas. Além da relação significativa entre valor de mercado e governança corporativa, observou-se relação entre valor de mercado e IGC, quando se utiliza o instrumento de coleta de dados proposto por Leal (2004). Em relação ao instrumento proposto por Almeida *et. al.* (2010), obteve-se relação estatisticamente significativa entre evidenciação de informações e rentabilidade sobre o ativo. Além desta, percebeu-se relação entre rentabilidade sobre o ativo e IGC. Conclui-se que companhias com maior nível de evidenciação de informações tendem a obter maiores retornos sobre seus ativos, consequentemente aumentando seus valores de mercado.

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Desempenho econômico-financeiro. Evidenciação.

## ABSTRACT

The Corporate Governance represents a series of mechanisms to help the shareholders improving the returns on the invested capital and reduces the conflicts of interest between managers and shareholders. In this context, the objective of this study is to examine the relationship between the Corporate Governance and economic-financial performance in companies listed on BM&FBOVESPA. The sample includes 111 companies chosen randomly in the universe of companies that trade on BM&FBOVESPA during the period 2008 to 2010. To identify the level of disclosure of information on the Corporate Governance practices, shall be used the instruments proposed by Almeida *et al.* (2010) and Leal (2004). The findings show that the greater the feeling of information, the higher the value of the market of the companies. In addition to the significant relationship between market value and corporate governance, relationship was observed between market value and the variable IGC, when using the data collection instrument proposed by Leal (2004). In relation to the proposed instrument by Almeida *et al.* (2010), has obtained statistically significant relation between bleed of information and profitability on the active. In addition to this, we perceived relationship between return on the assets for the variable IGC. It appears that companies with the highest level of bleed for information tend to get higher returns on their assets, thus increasing their market values.

**Key Words:** Corporate Governance. Economic and Financial Performance. Bleach.



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Recomendações sobre práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM.....	27
Quadro 2 – Indicadores utilizados em estudos precedentes.....	31
Quadro 3 – Questionário proposto por Almeida <i>et. al.</i> (2010).....	36
Quadro 4 – Questionário proposto por Leal (2004).....	37
Quadro 5 – Definição constitutiva e operacional das variáveis de desempenho.....	39
Quadro 6 – Definição constitutiva e operacional das variáveis dos IGC de Almeida <i>et. al.</i> (2010).....	40
Quadro 7 – Definição constitutiva e operacional das variáveis dos IGC de Leal (2004).....	41

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Estatísticas descritivas dos indicadores de desempenho.....	54
Tabela 2 – Estatística descritiva do IGC.....	56
Tabela 3 – Estatística descritiva dos grupos do IGC.....	57
Tabela 4 – Correlações entre as variáveis da pesquisa e o IGC.....	58
Tabela 5 – R-Quadrado e significância das regressões.....	60
Tabela 6 – Resultado das regressões utilizando o ROA como variável dependente.....	60
Tabela 7 – Resultado das regressões utilizando o q de Tobin como variável dependente.....	61
Tabela 8 – Estatística descritiva do IGC.....	63
Tabela 9 – Estatística descritiva dos grupos do IGC.....	64
Tabela 10 – Correlações entre as variáveis da pesquisa e o IGC.....	65
Tabela 11 – R-Quadrado e significância das regressões.....	66
Tabela 12 – Resultado das regressões utilizando o EBITDA/Ativo como variável dependente...	67
Tabela 13 – Resultado das regressões utilizando o ROA como variável dependente.....	68

**LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

CEO – *Chief Executive Officer*

CLSA – *Credit Lyonnais Securities Asia*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DIVEXT – Sistema de divulgação de informações da Comissão de Valores Mobiliários

EBITDA – *Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization*

EF – Efeitos Fixos

EV – Efeitos Variáveis

GC – Governança Corporativa

IAN – Informações anuais

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ICGN – *International Corporate Governance Network*

IGC – Índice de Governança Corporativa

LM – Teste de *LM-Breusch-Pagan*

MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

OECD – *Organization for Economic Cooperation and Development*

PL – Patrimônio Líquido

ROA – *Return on Total Assets*

ROE – *Return on Equity*

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SOX – *Lei Sarbanes-Oxley*

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	13
1.2 OBJETIVOS .....	15
1.2.1 Objetivo Geral .....	15
1.2.2 Objetivos específicos.....	15
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO .....	16
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO .....	17
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	18
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>19</b>
2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA.....	19
2.2 LEVANTAMENTO HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	20
2.3 CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	22
2.4 CARACTERIZAÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
2.5 ÍNDICES DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	28
2.6 INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS .....	30
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....</b>	<b>35</b>
3.1 ESTRATÉGIAS DE PLANEJAMENTO DA PESQUISA .....	35
3.2 COLETA DE DADOS .....	35
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS.....	38
3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	42
3.5 TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS.....	42
3.5.1 Abordagens dos dados em painel .....	43
3.5.1.1 Abordagem de Polled OLS.....	44
3.5.1.2 Abordagem pelo efeito fixo.....	45
3.5.1.3 Abordagem pelo efeito aleatório .....	48
3.5.1.4 Determinação da escolha da abordagem de painel .....	48
3.5.2 Testes de análise de relaxamento dos pressupostos básicos de regressão linear .....	50

<b>4 ANÁLISE DOS DADOS</b> .....	53
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS INDICADORES DE DESEMPENHO .....	53
4.2 ANÁLISE DOS DADOS UTILIZANDO O INSTRUMENTO PROPOSTO POR LEAL(2004) .....	55
4.2.1 Estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa .....	55
4.2.2 Análise de correlação entre as variáveis.....	58
4.2.3 Análise dos dados em painel .....	59
4.3 ANÁLISE DOS DADOS UTILIZANDO O INSTRUMENTO PROPOSTO POR ALMEIDA <i>ET AL.</i> (2010) .....	63
4.3.1 Estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa .....	63
4.3.2 Análise de correlação entre as variáveis.....	65
4.3.3 Análise dos dados em painel .....	66
4.4 INTERPRETAÇÃO DOS DADOS OBTIDOS .....	69
<b>5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES</b> .....	71
5.1 CONCLUSÕES .....	71
5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	72
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	74

## 1 INTRODUÇÃO

Este capítulo mostra uma contextualização sobre a influência dos índices de práticas da governança corporativa no desempenho econômico-financeiro, bem como o tema e problema de pesquisa, seguido dos objetivos, da justificativa para a realização do estudo e estrutura de apresentação do conteúdo.

### 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

O Brasil passa por uma fase de crescimento econômico nos últimos anos. Dentre os fatores que influenciaram tal fato, Costa (2008) elenca a solidez dos fatores macroeconômicos, o aumento do investimento no mercado acionário em contraponto a investimentos tradicionais e aos quesitos implantados pelas boas práticas de governança corporativa das empresas.

Temas relacionados a governança corporativa são recorrentes nas pesquisas nacionais e internacionais. Aspectos de propriedade e controle foram tratados inicialmente por Berle e Means (1932) na pesquisa *The Modern Corporation and Private Property*. Neste estudo, os autores discorrem acerca da relação entre acionistas e agentes administradores, quando estes possuem poderes para tomar decisões em nome dos acionistas. Explicam que quando existe a separação entre estes dois lados, há possibilidade de ocorrer problemas de agência e podem aparecer na separação entre propriedade e controle, devido a fatores como os interesses e os objetivos dos gestores e proprietários.

Jensen e Meckling (1976) explicam que a teoria da agência visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, o que origina a assimetria informacional, os riscos e outros problemas pertinentes à relação principal e agente. Problemas de conflito de agência são encontrados em muitos casos, por exemplo, entre acionistas e administradores, acionistas e credores.

Andrade e Rosseti (2009) explicam que no Brasil um conflito de agência muito comum pode ser percebido entre os acionistas majoritários e minoritários. Ao contrário de países onde existe grande dispersão de propriedade, os minoritários são excluídos do controle, conseqüentemente

levando o majoritário a uma justaposição da propriedade e do controle (ou gestão), causando grandes conflitos de interesse, o que pode impactar no valor de mercado das companhias.

Com o intuito de minimizar os problemas de conflitos de interesse, faz-se necessário a adoção de algumas práticas de Governança Corporativa (GC). Conforme Shleifer e Vishny (1997), em países menos os mecanismos de governança corporativa quase não existem. No caso brasileiro, para Brandão e Bernardes (2005), uma prática comum para diminuir estes conflitos é o acordo entre acionistas, utilizado com maior frequência na privatização de empresas.

A governança corporativa, para Shleifer e Vishny (1997) representa um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Em sentido mais amplo, Costa (2008) explica que a GC pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores. Neste contexto, a governança corporativa tem a função de prover aos acionistas e credores segurança, com o intuito de que estes não possam ser expropriados pelos agentes da mesma.

Os escândalos dos anos 2000, que ocorreram nos Estados Unidos, ocasionaram mudanças na legislação relativa ao mercado financeiro. Uma das mudanças foi a criação da *Lei Sarbanes-Oxley* (SOX) em 2002. A *Lei Sarbenes-Oxley* tem como base de princípios direcionadores alguns quesitos da governança e uma de suas principais características é a penalidade da diretoria das empresas. Farias (2004) discorre que esta também exige maior transparência nas demonstrações contábeis, impondo responsabilidade sobre informações constantes em relatórios assinados pelos principais administradores, executivos, advogados, contadores e auditores independentes. A implantação desta Lei ocasionou mudanças nas práticas de governança, com o intuito de melhorar o nível de transparências das empresas.

Segundo o IBGC (2010), a ausência de Conselheiros Qualificados e de bons sistemas de Governança Corporativa tem levado empresas a fracassos decorrentes de: (i) abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros); (ii) erros estratégicos - resultado de muito poder concentrado no executivo principal; (iii) fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).

As boas práticas de governança resultam da adoção de mecanismos que conduziriam os gestores a proteger os interesses dos acionistas (ALMEIDA, 2008). Esta afirmação é a base na qual norteiam-se os princípios de governança. 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. Dentre deste contexto, o IBGC define determinantes de práticas de governança, com o intuito de maximizar a qualidade de governança corporativa presente nas empresas.

O IBGC (2010) explica que boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Quando aborda-se o quesito valor da sociedade, é salutar a verificação da relação do desempenho das empresas com os índices de boas práticas de governança. Neste sentido, a questão de pesquisa resume-se em conhecer: **qual a relação da governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BM&FBOVESPA?**

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do estudo consiste em analisar a relação de práticas da governança corporativa com o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- Identificar índices para serem utilizados como *proxys* de evidenciação de práticas da governança corporativa em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA;



- Identificar o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA; e
- Analisar a associação entre os itens constitutivos das práticas da governança corporativa com o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010.

### 1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Silveira, Barros e Famá (2003), Leal (2004), Teixeira (2005), Malacrida e Yamamoto (2006), Okimura, Silveira e Rocha (2007), Costa (2008), Silveira, Perobelli e Barros (2008), Procianoy e Verdi (2009) e Andrade *et. al.* (2009) utilizaram a governança corporativa como variável de pesquisa em diversos temas.

Entre esses estudos, Silveira, Barros e Famá (2003) apresentaram evidências de que as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, obtiveram maior valor de mercado, e corroborando a hipótese de que a adoção das recomendações do IBGC e CVM para separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho é saudável para as empresas. Malacrida e Yamamoto (2006) encontraram relação estatística significativa entre nível de evidenciamento e a volatilidade no retorno de ações.

Okimura, Silveira e Rocha (2007) verificaram que a relação entre estrutura de propriedade e controle e valor é diferente daquela entre estrutura de propriedade e controle e desempenho, sendo a relação mais evidente com o valor da empresa – ou seja, a percepção do mercado e dos investidores parece ser mais evidente. Silveira, Perobelli e Barros (2008) mencionam que o grau de alavancagem financeira das empresas é significativamente influenciado por suas práticas de governança, quando estudaram a relação da governança com a estrutura de capital.

No que diz respeito aos determinantes da adesão aos novos mercados, Procianoy e Verdi (2009) concluíram que as empresas que aderem se caracterizam por maior tamanho, maior lucratividade, maior dispersão acionária e a presença de ADR na empresa. Andrade *et. al.* (2009), constataram que os efeitos da governança corporativa, definida pelo conselho de administração, sobre o valor de mercado das companhias brasileiras demonstram que o mercado acionário tende a valorizar

mais as ações de empresas com conselho de administração composto por número maior de conselheiros.

Almeida *et. al.* (2010) estudou a relação entre desempenho econômico-financeiro e a qualidade de práticas de governança corporativa em empresas de capital aberto não listadas em bolsa. Assim, em termos de evolução de pesquisas precedentes, o estudo introduz na análise dos índices da governança corporativa, a metodologia de dados em painel para identificar a relação existente entre as variáveis boas práticas de governança corporativa e desempenho econômico e financeiro.

Em termos práticos, este estudo ajuda a compreender a relação existente entre os índices de governança e o desempenho. Ele pode ser utilizado, por empresas, para monitorar seu desempenho econômico, quando assumirem que o aperfeiçoamento do nível de governança pode impactar no desempenho econômico e financeiro. Em termos teóricos, possibilita analisar a significância dos resultados obtidos baseando-se nos constructos índices de governança e desempenho. O estudo se enquadra na linha de Contabilidade para Usuários Externos e Finanças do curso de Mestrado em Contabilidade e Finanças da Universidade Federal do Paraná, dentro do Grupo de Pesquisa de Contabilidade Financeira e Finanças. Este estudo caracteriza-se como oportuno e relevante, visto sua utilidade em termos práticos e teóricos.

#### 1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O estudo investiga os índices de governança corporativa a partir de variáveis que possibilitam avaliar as práticas de governança à luz das questões propostas por Almeida *et. al.* (2010) e Leal (2004). Com isto, outras variáveis que também apresentam algum indicador de governança apresentadas em índices de outros autores não foram consideradas na pesquisa.

As empresas pertencentes ao setor financeiro não foram contempladas porque possuem determinadas peculiaridades para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis inerentes ao setor. Os dados foram coletados apenas nos anos de 2008, 2009 e 2010 em função das alterações da Lei 6.404/76 por meio das Leis 11.638/07 e 11.941/07. Estas mudanças impactam

no processo de mensuração e reconhecimento de eventos econômicos e conseqüentemente, na comparabilidade das demonstrações contábeis.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

A pesquisa está dividida em quatro secções além desta introdução, que apresenta a contextualização do tema e o problema de pesquisa, objetivo geral e específicos e justificativa do trabalho. Na segunda parte do trabalho aborda-se o referencial teórico do estudo, apresentando-se os aspectos conceituais da governança corporativa e suas práticas; além da caracterização dos principais indicadores econômico-financeiros, normalmente utilizados pelas companhias.

Na terceira parte do presente trabalho descreve-se a metodologia utilizada na coleta, tratamento e análise dos dados. Na quarta secção serão apresentados os achados dos estudos. Por último, as conclusões e recomendação para novas pesquisas.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A revisão da literatura abrange como bases principais a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas. Na primeira parte, abordam-se os aspectos conceituais da teoria da divulgação voluntária e a caracterização de boas práticas de governança corporativa. Após mostram-se definições sobre desempenho econômico e os principais indicadores de desempenho econômico e financeiros que serão utilizados nas análises.

### 2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA

Salotti e Yamamoto (2008) explicam que a Teoria da Divulgação Voluntária considera a divulgação como um processo endógeno, ou seja, são considerados os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar as informações.

Para Hendriksen e Van Breda (1999) a divulgação de informações financeiras exerce um papel central de utilidade para a tomada de decisões dos *stakeholders*. Explicam que a informação relevante divulgada de forma precisa tende a dar as partes interessadas maior confiança sobre a realidade das operações da empresa. Assim, além dos dados quantitativos, deve contemplar informações sobre segmentos de atividades da empresa, diversidade de produtos, áreas de atuação e informações sobre fusões e aquisições realizadas ao longo de sua trajetória.

Iudícibus (2009) complementa mencionando que a divulgação não se restringe às demonstrações contábeis, mas às informações encontradas no do relatório de administração, notas explicativas, boletins e outros e elenca os principais métodos de divulgação: (i) relatórios de administração; (ii) comentários do auditor; (iii) quadros e demonstrativos suplementares; e, (iv) notas explicativas.

Verrecchia (2001) classifica as pesquisas existentes sobre a divulgação de informações financeiras em três categorias: (i) Divulgação Baseada em Associação (*association-based disclosure*); (ii) Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*); e, (iii) Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*).

Na primeira categoria concentram-se trabalhos que estudam os efeitos exógenos do *disclosure* em mudanças cumulativas ou interrupção de alguma ação individual de um investidor, primariamente através do comportamento do equilíbrio do preço dos ativos e o volume de transações. Lima (2007) mostra que um exemplo deste tipo de estudo é a influência de um fato econômico relevante no preço das ações.

Verrecchia (2001) explica que na segunda categoria examina-se como os gestores ou empresas exercem discricionariedade em relação à divulgação da informação acerca do que eles tem conhecimento. O estudo de Fields, Lys e Vincent (2001), que trata das *accounting choices* (escolhas contábeis) é um exemplo desta categoria. Na terceira categoria, investiga-se a existência de divulgação que tenha relação com a eficiência econômica. Neste tipo de pesquisa, conforme Lima (2007), visualizam-se pesquisas que recomendem a informação como redução de assimetria e verificam sua relação com o desempenho econômico das empresas. Um exemplo é encontrado em Bushman e Smith (2001) que verificaram o custo de capital e a sua relação com o *disclosure*.

## 2.2 LEVANTAMENTO HISTÓRICO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Andrade e Rosseti (2009) defendem que o processo expansionista iniciado na década 30 e poder das corporações são fatores iniciais que levaram ao surgimento da governança. Afirmam ainda que neste período ocorreram avanços tecnológicos significativos, aumento nas escalas de produção chegando a produção em série, evolução do mercado de capitais, transnacionalização das companhias e grandes processos de fusões e aquisições. Berle e Means (1932) explicam que este processo levou a diluição do capital de controle das empresas, causando o divórcio entre acionistas e administradores das empresas. Andrade e Rosseti (2009) elencam alguns fatores determinantes para a dispersão do capital de controle das companhias: (1) A constituição das grandes empresas na forma de sociedades anônimas e o financiamento de seu crescimento pela subscrição pública de novas emissões de ações; (2) a abertura de capital de empresas fechadas e o aumento do número de empresas listadas em bolsas de valores; (3) aumento do número de investidores no mercado de capitais, a crescente diversificação de suas carteiras e o conseqüente

fracionamento da propriedade das companhias; (4) os processos sucessórios, desencadeados com a morte dos fundadores das companhias; (5) os processos de fusão das grandes companhias que, ao mesmo tempo, ampliam o número de acionistas, mas na maior dos casos reduzem a participação de cada um no capital total expandido.

Esta dispersão acarretou mudanças nas empresas, ilustradas por Andrade e Rosseti (2009), iniciando pela separação entre propriedade e administração: com o falecimento dos fundadores das empresas e o conseqüente processo sucessório, o avanço das sociedades anônimas de capital aberto e o desenvolvimento do mercado de capitais mudaram a estrutura de poder nas companhias. Assim, os fundadores-proprietários, que anteriormente eram os administradores das empresas, foram substituídos por executivos contratados.

Berle e Means (1932), acerca dos objetivos das empresas, explicam que estes deixaram de se limitar somente à maximização dos lucros, uma vez que os administradores vislumbravam, entre outros, elevação de seus próprios ganhos, ao invés de maximização de resultados para os acionistas. Estes conflitos de propriedade e gestão foram o principal marco para o surgimento da governança corporativa, conforme Berle e Means (1932), pois os conflitos decorrentes de interesses não perfeitamente simétricos levaram à reaproximação da propriedade e da gestão, pelo caminho da difusão e da adoção de boas práticas de governança corporativa.

As décadas de 30 a 80 foram marcadas pelo crescimento das corporações e início de contratação de CEOs (*Chief Executive Officers*), ou presidentes das empresas. Inicialmente, eles não tinham grandes remunerações, que começaram a aumentar significativamente com o tempo via bônus sobre lucros, fato que iniciou o conflito de interesse entre gestores e acionistas.

Na década de 90 ocorreu a publicação do Relatório *Cadbury*, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa. O documento, elaborado por uma comissão coordenada por Adrian Cadbury, surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos 1980 (IBGC, 2010).

No Brasil, em 1995 é fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em 1997 é aprovada a Lei 9.457 reformulando a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976). A Lei 9.457/97 revoga o *Tag Along* de 100% para ordinaristas, sendo considerada um retrocesso na questão do direito dos acionistas minoritários. No ano 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lança

oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa segmentando-os em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Em novembro de 2001 surgiu alguns dos problemas de fraude contábil, em especial na Enron. Na seqüência, diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. Como uma das conseqüências, a empresa de auditoria norte-americana Arthur Andersen cessa suas operações, após ser acusada de obstruir os trabalhos da justiça. Em 2001, a Bovespa criou o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança e ainda, a Lei das SAs foi reformulada, sendo promulgada a Lei 10.303/2001, apresentando avanços tímidos em relação ao projeto inicial.

Em meados de 2002, o congresso norte-americano aprova a *Lei Sarbanes-Oxley* (SOX) em julho, como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país, como *Enron*, *Worldcom* e *Tyco*, entre outras. No mês seguinte, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas.

Já em 2005, conforme ilustrado por Andrade e Rosseti (2009), durante a Conferência Anual de Londres, a *Internacional Corporate Governance Network* (ICGN) endossa os princípios de governança corporativa, que foram discutidos durante um ano pelos seus associados e afirma que acredita que as empresas de todo o mundo devem receber orientações claras e objetivas sobre como implantar os princípios de governança corporativa.

A partir de então, iniciou-se uma era de implantação de práticas de governança corporativa nas empresas ao redor do mundo. Segundo agências de *rating*, que medem níveis de práticas de governança, estas vêm sendo efetivamente adotadas por um número crescente de empresas, níveis os quais vêm aumentando ano a ano.

### 2.3 CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O *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 sob o ponto de vista financeiro, como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Para Leal, Carvalhal-da-Silva e Ferreira (2002) 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) afirma que governança corporativa envolve um conjunto de “relacionamentos entre a gerência da companhia, seus *boards*, acionistas, e outros *stakeholders*. Governança corporativa também fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios para atingi-los e 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 através 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. Tem despertado interesse do mercado em função das mudanças ocorridas no cenário mundial, dos 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 (2007) 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.



Tendo em vista as definições de governança corporativa apresentadas, é necessário conhecer como a governança é colocada em prática no ambiente empresarial. Assim, os determinantes das práticas de governança serão abordados na seção que segue.

## 2.4 CARACTERIZAÇÃO DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Boas práticas de governança corporativa representam recomendações explicitadas por órgãos internacionais, e posteriormente adaptadas por órgãos nacionais dentro das realidades de cada país. Rabelo e Silveira (1999) explicam que práticas de governança corporativa são formas de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam promover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficientes na ausência de oportunismo auto-interessado, relacionamentos estes que, de outro modo, poderiam romper-se sob regras de contratualidade exclusivamente de mercado.

Vieira e Mendes (2004) afirmam que práticas de governança são mecanismos que proporcionam maior transparência aos agentes envolvidos com a empresa na minimização da assimetria de informação entre administradores e proprietários. E ainda, propicia aos acionistas minoritários reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia.

A *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) é uma organização multilateral congrega os 30 países industrializados mais desenvolvidos do mundo e mantém relação com outros 70 países, ONGs e diversas sociedades civis de caráter internacional. Esta entidade estabeleceu um tratado de grande abrangência dentro do contexto das práticas de governança corporativa. Este tratado serve de base para a definição dos códigos de governança em número crescente de países. Andrade e Rosseti (2009) elencam as práticas sugeridas pela OCDE:

- (i) 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; adoção de compromissos voluntários de boa governança; criação de mecanismos de proteção dos direitos de outras partes com interesse em jogo nas empresas;

- (ii) Direitos dos acionistas – a governança corporativa deve proteger os direitos dos acionistas: registro seguro, alienação e transferência de participação acionária; obter informações relevantes; voz e voto em assembleias gerais e ordinárias; eleger e destituir conselheiros; participar de decisões relevantes;
- (iii) Tratamento equânime dos acionistas – a estrutura da governança deve assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, majoritário/minoritário, nacionais/estrangeiros: dentro de uma mesma categoria, o mesmo direito de voto; proteção dos minoritários contra ações abusivas dos controladores; igualdade em participações nas assembleias; igual acesso a fatos relevantes;
- (iv) 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: respeito a direitos consagrados; reparação, no caso de violação dos mesmos; cooperação na geração de riqueza;
- (v) Divulgação e transparência – a governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa: resultados econômico-financeiros; estrutura e política da empresa; objetivos e estratégia; transações com partes relacionadas; fatores de risco e vulnerabilidades; e
- (vi) Responsabilidade do conselho de administração – a governança deverá definir as responsabilidades dos conselhos, envolvendo orientação, fiscalização e prestação de contas das corporações: zelar por padrões éticos; orientar e homologar a estratégia; estabelecer objetivos de desempenho; garantir integridade do sistema contábil e financeiro.

Posteriormente à criação das práticas da OECD, a *International Corporate Governance Network* (ICGN) operacionalizou as práticas antes estabelecidas, a fim de chegar a um modelo prático para definir e aplicar as da prática de governança corporativa. Andrade e Rosseti (2009) ilustram algumas destas sugestões práticas:

- (i) Criar e ilustrar um objetivo para as corporações: otimizar o retorno do acionista; assegurar viabilidade do negócio; buscar benchmarks; divulgar razões que afastem destes objetivos;

- (ii) Evidenciar a prestação de contas e transparência: imediatas, corretas, atualizadas; orientativas de decisões de compra e venda de ações; abrangentes e relevantes;
- (iii) Evidenciar a auditoria: independente; recebimento de parecer anual de auditoria;
- (iv) Criar conselhos de administração: agentes fiduciários e guardiões dos interesses dos acionistas; responsáveis; membros submetidos a eleições; independentes;
- (v) Definir os direitos e responsabilidades dos acionistas: direito de voto a todos os titulares de ações; participação em decisões chave; aprovação, contratação e demissão de diretores; para solução de conflitos, convocação de assembléia geral;
- (vi) Definir as políticas de remuneração: alinhadas aos interesses dos acionistas; divulgação de políticas e práticas adotadas;
- (vii) Adequar-se a cidadania corporativa, relacionamento com acionistas e a ética: compromisso com expansão e meio ambiente; e
- (viii) Implementar o processo de governança: alinhamento a padrões internacionais; esforço para definição de códigos em países onde ainda não existam.

No contexto brasileiro, o IBGC (2010) defende que as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade e a define como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas e Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. A BM&FBOVESPA (2005) defende que as práticas diferenciadas de governança corporativa formam um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores, consideradas importantes para a valorização das ações e outros ativos emitidos pelas companhias.

Andrade e Rosseti (2009) explicam que as recomendações de boas práticas de governança são baseadas em cartilhas e códigos de governança corporativa publicado e adotados em todo o mundo, mas adaptados às condições brasileiras de mercado e de exigências da lei. Em relação às práticas de governança sugeridas no Brasil, o IBGC e a CVM ilustram a adoção de práticas diferenciadas, conforme apresentado no Quadro 1:

Ação	Detalhamento	IBGC	CVM
Conceito: uma ação = um voto	O direito de voto deve ser assegurado a todos os sócios, independente da espécie ou classe das ações	X	-
Ações ordinárias e preferenciais	A empresa deve priorizar somente a emissão de ações ordinárias e a redução, ao máximo, chegando a eliminação das ações preferenciais	X	X
Processo de votação	A companhia deve facilitar o processo de votação, bem como incentivar a participação dos acionistas	X	X
Arbitragem	Os conflitos entre sócios e sociedade devem ser resolvidos por meio da arbitragem	X	X
<i>Free-float</i>	As empresas devem fazer esforços para manter o maior número de ações em circulação	X	-
Direito de <i>tag along</i>	Determinação do direito de <i>tag along</i> além do estabelecido pela legislação	X	X
Acordo de acionistas	Devem estar publicamente disponíveis	X	X
	Não devem restringir o direito de voto de qualquer membro do conselho de administração	X	-
Conselho de administração	Entre 5 e 9 membros	X	X
	As posições CO e de presidente do conselho devem ser ocupadas por pessoas diferentes	X	X
	Formado por conselheiros independentes	X	X
	Mandato de um ano, podendo haver reeleição	X	X
Conselho fiscal	Deve ser permanente e independente	X	-
Operações com partes relacionadas	Devem ser detalhadas nas publicações da empresa	X	X
Remuneração	A companhia deve divulgar informações sobre a remuneração dos conselheiros e da diretoria, mesmo que seja somente o montante, por motivo de segurança pessoal dos mesmos	X	-
Auditoria	Auditoria independente	X	X
Formação de comitês	A formação de comitês especializados, como o de auditoria, remuneração e finanças, por exemplo, deve ser estimulada, para acelerar e apoiar as decisões do conselho de administração	X	-
Informações financeiras	Adoção, além dos princípios básicos em vigor no Brasil, das normas internacionais USGAAP e IASB.	X	X

**Quadro 1** – Recomendações sobre práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM  
 Fonte: adaptado de Melo (2007).

Apesar do IBGC recomendar um pouco mais práticas de governanças, tanto o IBGC quanto a CVM possuem publicações semelhantes. IBGC e CVM concordam que as empresas devem convergir para a eliminação das ações preferenciais, deixando apenas ativas as ações ordinárias.

Apenas o IBGC pondera positivamente acerca dos *free-floats*, que segundo a BM&FBOVESPA (2010) representam a quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação em mercados organizados, ou seja, as empresas, segundo o IBGC devem manter o maior número de ações em circulação.

Tanto o IBGC como a CVM concordam na determinação do direito de *tag-along*, que é definido pela BM&FBOVESPA (2010) como o direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia. Os dois órgãos corroboram suas opiniões em relação aos conselhos de administração, formando por 5 a 9 pessoas independentes da entidade e com mandatos de um ano, podendo haver reeleição.

As práticas sugeridas pela OECD são diferentes das indicações do IBGC e da CVM. Segundo Melo (2007), isso acontece porque esses princípios têm caráter internacional e servem de base para a construção das demais cartilhas e sugestões aplicadas a cada país, ou seja, cada país usa as práticas sugeridas pela OECD como base para construção da sua cartilha de recomendações, respeitando especificidades locais.

## 2.5 ÍNDICES DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Black (2001), Kapler e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Beiner *et. al.* (2003), Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira *et. al.* (2007) e Almeida *et. al.* (2009) 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), Drobetz, 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 (2004), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira *et. al.* (2007) e Almeida *et. al.* (2009) 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 corporativa. 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 (2005) 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 Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004) mensuraram índice de governança das empresas a partir de questões elaboradas com base nas 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.

Em relação aos dois questionários que serão foco deste estudo, Almeida *et. al.* (2010) abordou em seu questionário questões que medem o nível de divulgação e transparência das informações contábeis, abordam acerca dos conselhos de administração das empresas e sobre controle e conduta, analisando fatores de controle da empresa por parte dos acionistas destas. Já Leal (2004) extrapola Almeida *et. al.* (2010) abordando em seu instrumento de coleta de dados um grupo de questões que abordam acerca direitos de acionistas. Neste grupo ilustram-se pontos que

discorrem acerca dos direitos definidos por lei e direitos adicionais dos acionistas das companhias.

## 2.6 INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

As demonstrações financeiras são instrumentos utilizados por acionistas, credores efetivos e potenciais e administradores para conhecer posição e evolução financeira da empresa. Conforme o CPC 00 (2011) as demonstrações contábeis são preparadas e apresentadas para usuários externos em geral, tendo em vista suas finalidades distintas e necessidades diversas. Os valores monetários absolutos permitem a comparabilidade: (1) histórica da evolução dos índices e (2) prospectiva por meio de resultados projetados.

Nesse contexto, uma das técnicas utilizadas para acompanhar o desempenho econômico e financeiro é por meio índices extraídos das demonstrações financeiras (ASSAF NETO, 2003). No entanto, os índices utilizados para acompanhar o desempenho das companhias não são unânimes (SILVEIRA, 2002; OKIMURA *et. al.*, 2004). Barney (1997) sugere indicadores de sobrevivência (como liquidez) e indicadores contábeis para mensurar o desempenho.

Estudos anteriores acerca da relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro utilizam diversos índices para medir desempenho. Gotardelo (2006) apresenta um estudo para identificar alguns indicadores utilizados em estudos precedentes, conforme apresentado no Quadro 2.

ROA – <i>return on total assets</i>	Kappler e Love (2002), Dalton e Daily (1999), Malieni (2003);
ROE – <i>return on equity</i>	Kappler e Love (2002), Dalton e Daily (1999), Malieni (2003);
EBITDA / PL - lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização dividido pelo Patrimônio Líquido	Silveira (2004) e Okimura (2003);
EBITDA / Ativo - lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização dividido pelo Ativo Total	Silveira (2004) e Okimura (2003);
Q de Tobin	Leal (2004).

**Quadro 2** – Indicadores utilizados em estudos precedentes.

Fonte: adaptado de Gotardelo (2006).

Para Assaf Neto (2003) o retorno sobre o ativo (ROA) constitui um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa. Expressam a relação existente entre o lucro líquido gerado pelo ativo (lucro operacional) e o ativo total, sendo que estes valores deveriam estar expressos em moeda corrente de mesma data. Acerca da decomposição do retorno sobre o ativo explica que esse indicador é reflexo do desempenho de duas medidas: margem operacional e giro do ativo total. O giro total do ativo identifica o grau de eficiência com que os ativos são usados para a realização das vendas da empresa. Em outros termos, revela quantas vezes as vendas cobriram os ativos totais de uma empresa, em determinado período. O cálculo é efetuado por meio da relação entre as vendas líquidas e os ativos totais, conforme equação 1.

$$ROA = (MO)X(GAT) \quad [1]$$

Em que,

MO = Margem Operacional;

GAT = Giro do Ativo Total.

Desmembrando-se a equação 1 obtém-se:

$$\frac{LO}{AT} = \left(\frac{LO}{VL}\right)X\left(\frac{VL}{AT}\right) \quad [2]$$

Em que,

LO = Lucro Operacional Após IR;



AT = Ativo Total Médio;

VL = Vendas Líquidas.

Matarazzo (2002) afirma que retorno sobre o ativo uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano e que ela mensura a capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. Assaf Neto (2003) complementa que, como critério de decisão, o retorno sobre o ativo pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos. Se uma empresa obtiver empréstimos a uma taxa de juros superior ao retorno gerado por seus ativos, o resultado produzido pela aplicação destes fundos será evidentemente inferior à remuneração devida ao credor, onerando-se, dessa forma, a rentabilidade dos proprietários.

Quanto ao Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Assaf Neto (2003) explica que a rentabilidade sobre o capital próprio investido numa empresa é determinada pela relação verificada entre o lucro líquido após o imposto de renda e o patrimônio líquido. Discorre ainda que o comportamento desse indicador é função da rentabilidade das vendas (margem líquida) e do giro do patrimônio. O giro do patrimônio indica o número de vezes que o patrimônio líquido foi utilizado em função das vendas, ou seja, quantas vezes ele girou. A equação 3 apresenta a função genérica do ROE.

$$ROE = (ML)X(GPL) \quad [3]$$

Em que,

ML = Margem Líquida;

GPL = Giro do Patrimônio Líquido.

Desmembrando-se a equação 3 obtém-se:

$$\frac{LL}{PL} = \left(\frac{LL}{VL}\right)X\left(\frac{VL}{PL}\right) \quad [4]$$

Em que,

LL = Lucro Líquido;

PL = Patrimônio Líquido;

VL = Vendas Líquidas.

Matarazzo (2002) explica que o ROE mostra a taxa de rendimento do capital próprio, a qual pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, como poupança, CDBs, ações, aluguéis, fundos de investimentos etc. Com isso pode-se avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções alternativas.

Utilizando os indicadores ROA e ROE, Gotardelo (2006) encontrou uma relação positiva entre rentabilidade e atributos de governança. O autor também relacionou a governança com volatilidade das ações e valor de mercado, variável a qual se apresentou mais consistente e significativa dentro do escopo do estudo. Ribeiro (2009) concluiu que empresas com governança corporativa mais acentuada possuem melhor rentabilidade sobre seu patrimônio líquido. Em sentido oposto, Silveira (2004) não encontrou uma relação positiva entre desempenho e atributos da governança corporativa utilizando-se o ROA.

O EBITDA (*earnings before interest, depreciation and amortization*) representa 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. Menezes (2009) explica que para obtê-lo é necessário calcular o lucro operacional e somar a este a depreciação, amortização e juros, uma vez que estas contas não representam saídas efetivas de caixa no período em que foram descarregadas no resultado do exercício. Para padronizar o EBITDA das empresas, pode-se dividi-lo pelo Patrimônio Líquido ou Ativo Total a fim de realizar comparações entre as empresas ao longo da série histórica.

Silveira (2004) menciona que a relação EBITDA e nível de governança corporativa apontaram relação positiva, sugerindo que as empresas com melhor EBITDA adotam melhores práticas de governança.

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. Ferreira (2010) explica que o  $q$  de Tobin indica que, na falta de poder de mercado, um  $q$  diferente de 1 representa o valor do ativo não incluído no denominador, assim como o valor de organização interna ou o valor dos custos da agência.

Nogueira, Lamounier e Colauto (2010) explicam que em sua formulação básica, o modelo mostra o valor de mercado das ações ou capital próprio da empresa, acrescido do valor de mercado de suas dívidas ou capital de terceiros empregado.

A fórmula para se calcular o  $q$  de Tobin, apresentada por Lindenberg e Ross (1981), relacionava: (i) valor de liquidação das ações preferenciais da empresa; (ii) preço da ação comum da empresa multiplicada pelo número de ações em poder do público no final do ano (31 de dezembro); (iii) valor do débito a longo prazo da empresa, ajustado a sua estrutura etária; (iv) valor contábil das obrigações financeiras atuais da empresa; (v) valor dos ativos líquidos a curto prazo da empresa; (vi) valor contábil do total de ativos da empresa; (vii) valor contábil do valor líquido das ações da empresa; e, (viii) valor líquido das ações da empresa, ajustado pela inflação.

Oxelheim e Randoy (2001) apresentaram um modelo simplificado, baseando-se em Chung e Pruitt (1994), definindo o  $q$  como a relação entre valor de mercado da firma e o valor contábil de seu total de ativos, portanto somavam o valor de mercado das ações com o valor contábil do total de débitos, e dividiam pelo valor contábil do total de ativos. A equação 5 ilustra esta aproximação:

$$q = \frac{VMao + VCap + VCDlp + VCest + VCDcp - VCRcp}{AT} \quad [5]$$

Em que,

$q$  = o valor aproximado do  $q$  de Tobin;

VMao = valor de mercado das ações ordinárias;

VCap = valor contábil das ações preferenciais;

VCDlp = valor contábil da dívida de longo prazo;

VCest = valor contábil dos estoques;

VCDcp = valor contábil da dívida de curto prazo;

VCRcp = valor contábil dos recursos atuais, ou seja, ativo circulante;

AT = valor contábil do ativo total.

Neste contexto, após ilustrados os quesitos teóricos da pesquisa no que diz respeito a governança corporativa e o desempenho, o próximo item a ser tratado são os aspectos metodológicos do estudo, que serão abordados na próxima seção.

### **3 METODOLOGIA DA PESQUISA**

Neste capítulo são descritos os procedimentos metodológicos usados para construção da pesquisa. Inicialmente expõem-se as estratégias da pesquisa. Após, são ilustradas a coleta dos dados, as definições constitutiva e operacional das variáveis, a população e a amostra, finalizando com o tratamento estatístico utilizado.

#### **3.1 ESTRATÉGIAS DE PLANEJAMENTO DA PESQUISA**

A pesquisa caracteriza-se como Explicativa. De acordo com Beuren (2009) os estudos explicativos identificam os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos e aprofunda-se no conhecimento da realidade. Nesta pesquisa busca-se verificar a relação entre variáveis dependentes (que são as variáveis de desempenho) e independentes (que é o nível de governança corporativa). Em específico, busca-se analisar o reflexo dos índices de governança corporativa no desempenho econômico-financeiro em empresas de capital aberto. Em relação à abordagem do problema, classifica-se com quantitativa. Neste trabalho, o objetivo é encontrar relações estatísticas entre índices de governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro.

#### **3.2 COLETA DE DADOS**

O estudo envolve dados primários e secundários. Os dados primários referem-se às informações necessárias para construção do índice de governança corporativa. Os dados de 2008 foram coletados junto ao DIVEXT – sistema de divulgação de informações da CVM. Em 2009, a fonte dos dados foi diretamente o site da CVM, baixando-se os formulários de referências disponíveis das empresas. Em 2010, retiraram-se os dados do software Empresas Net – também um sistema de divulgação de informações da CVM.

Em geral, os estudos que envolvem índices de governança são constituídos de maneira objetiva e com questões binárias, as quais contemplam diversas questões acerca da governança, baseados nas recomendações dos códigos de governança (ALMEIDA, 2008). As variáveis para levantar o índice de governança corporativa nesta pesquisa baseiam-se nos trabalhos de Almeida *et. al.* (2010) e Leal (2004). Nesse sentido, o nível das boas práticas de governança corporativa será avaliado a partir blocos de questões dicotômicas, possibilitando que as mesmas sejam respondidas com sim ou não. Cooper e Schindler (2008) explicam que variáveis dicotômicas são aquelas que possuem apenas dois valores, refletindo a ausência ou presença de uma propriedade.

O questionário de Almeida *et. al.* (2010) apresenta três blocos, conforme Quadro 3. No primeiro busca-se conhecer a transparência das publicações das demonstrações contábeis; no segundo será investigado acerca da composição e do funcionamento do conselho de administração; no terceiro grupo verificam-se as questões sobre a conduta da empresa.

Questões	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?
4	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais (IAN) informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
5	A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalva?
	COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO
6	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
7	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
8	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
9	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
	CONTROLE E CONDUTA
10	A companhia não recebeu qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?
11	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
12	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
13	O controle da companhia é direto?
14	Não existem acordos de acionistas?

**Quadro 3** – Questionário proposto por Almeida *et. al.* (2010).

Fonte: adaptado de Almeida *et. al.* (2010).

O grupo denominado transparência aborda questões que medem o nível de divulgação e transparência das informações contábeis. O segundo grupo, intitulado composição e

funcionamento do conselho, possui questões acerca dos conselhos de administração das empresas. Já no terceiro e último grupo, as questões são sobre controle e conduta, e analisam fatores de controle da empresa por parte dos acionistas destas.

De posse das questões será calculado o Índice de Governança Corporativa (IGC). As perguntas permitem respostas de Sim ou Não, e o índice é um número absoluto entre 0 a 14. Quanto maior o número melhor é o nível de boas práticas de governança corporativa da empresa.

O questionário proposto por Leal (2004) no Quadro 4, além dos três blocos apresentados por Almeida *et. al.* (2010), propõe questões para avaliar os direitos dos acionistas. Neste bloco, são verificadas se informações acerca do contrato social e *tag along* são evidenciadas.

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?
4	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais (IAN) informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO	
5	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
6	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
7	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
8	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
9	Há na companhia conselho fiscal permanente?
CONTROLE E CONDUTA	
10	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
11	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
12	O índice de acionistas controladores de direitos de fluxos de caixa para direitos de voto é maior ou igual a 1?
13	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	
14	O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
15	O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?
16	O companhia concede direitos de concede <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?

**Quadro 4** – Questionário proposto por Leal (2004).

Fonte: adaptado de Leal (2004).

Além dos três grupos por Almeida *et. al.* (2010), Leal (2004) acrescenta o grupo direitos de acionistas. Este grupo contém informações acerca dos direitos definidos por lei e direitos adicionais dos acionistas.

De posse das 16 respostas aos questionamentos descritos, será calculado o Índice de Governança Corporativa (IGC) em número absoluto entre 0 a 16, semelhantemente ao cálculo do questionário anterior. Essa forma de coletar os dados vem sendo amplamente utilizada no meio acadêmico, como pode-se verificar nos estudos de Kapler e Love (2002), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Black, Jang e Kim (2005), Nobili (2006), Santos e Leal (2007) e Silveira *et. al.* (2007).

A coleta de dados secundários (desempenho) que para Cooper e Schindler (2008) tem pelo menos um nível de interpretação inserido entre o fato e seu registro, será realizada no *software* Economática, no qual é possível verificar dados relativos ao desempenho econômico-financeiro das empresas. Importante salientar que, quando aplicável, as informações são obtidas através dos balanços consolidados das empresas. As boas práticas de governança serão evidenciadas usando os dois instrumentos (Almeida *et. al.* (2010) e Leal (2004) de coleta de dados para as boas práticas separadamente. Este procedimento tem o intuito de permitir comparabilidade entre os resultados encontrados nos dois questionários.

### 3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS

A definição constitutiva e operacional das variáveis utilizadas para medir o desempenho econômico-financeiro são evidenciadas no Quadro 5:

Variáveis	Definição constitutiva	Definição operacional
Rentabilidade do Ativo	Mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa;	Lucro líquido / Ativo total
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	Mensura a rentabilidade sobre o patrimônio líquido da empresa;	Lucro líquido / Patrimônio líquido
EBITDA/PL	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 patrimônio líquido da empresa, com o intuito de padronizar os resultados, independentemente do tamanho da empresa;	Lucro antes dos impostos / Patrimônio líquido
EBITDA/ATIVO	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;	Lucro antes dos impostos / Ativo total
<i>q</i> de Tobin	Mensura a relação entre valor de mercado da firma e o valor contábil de seu total de ativos, somando o valor de mercado das ações com o valor contábil do total débitos, e dividiam pelo valor contábil do total de ativos.	(Valor mercado ações + Valor contábil total de dívidas)/Valor contábil ativos

**Quadro 5** – Definição constitutiva e operacional das variáveis de desempenho.

Fonte: elaborado pelo autor

No Quadro 6, evidenciam-se as definições constitutivas e operacionais das variáveis utilizadas para mensurar o índice de governança corporativa no questionário de Almeida *et. al.* (2010).



Variáveis	Definição constitutiva	Definição operacional
A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	Verifica a data de publicação dos relatórios, e identifica se foram dentro do prazo previsto por lei	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?	Verifica se os métodos de contabilidade são compatíveis com os métodos internacionais	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?	Verifica se a empresa utiliza uma das principais empresas de auditoria a nível global (Price, Deloitte, KPMG ou Ernest Young)	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais (IAN) informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?	Verifica se a empresa evidencia a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho de administração	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalva?	Verifica se, no parecer de auditoria, existe alguma ressalva	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	Verifica se o presidente do conselho de administração e o presidente ou diretor geral da empresa são a mesma pessoa ou não	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?	Verifica e analisa se os conselheiros não estão vinculados a empresa	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?	Verifica o número de conselheiros de administração da empresa	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?	Verifica o tempo de mandato dos conselheiros de administração	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A companhia não recebeu qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?	Verifica se a empresa teve alguma condenação pela CVM no último ano	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?	Verifica se o grupo que possui maior número de ações com direito a voto possui menos de 50% do total	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?	Verifica a porcentagem de ações sem direito a voto, e identifica se este é menor que 20%	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O controle da companhia é direto?	Verifica se o controle da companhia é executado por um grupo controlador	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
Não existem acordos de acionistas?	Verifica se é evidenciado o acordo de acionistas	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.

**Quadro 6** – Definição constitutiva e operacional das variáveis dos IGC de Almeida *et. al.* (2010).

Fonte: adaptado de Almeida *et. al.* (2010).

No Quadro 7, evidenciam-se as definições constitutivas e operacionais das variáveis utilizadas para mensurar o índice de governança corporativa no questionário de Leal (2004).

Variáveis	Definição constitutiva	Definição operacional
A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	Verifica a data de publicação dos relatórios, e identifica se foram dentro do prazo previsto por lei	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?	Verifica se os métodos de contabilidade são compatíveis com os métodos internacionais	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?	Verifica se a empresa utiliza uma das principais empresas de auditoria a nível global	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas IAN informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?	Verifica se a empresa evidencia a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho de administração	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	Verifica se o presidente do conselho de administração e o presidente ou diretor geral da empresa são a mesma pessoa ou não	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes?	Verifica e analisa se os conselheiros não estão vinculados a empresa	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?	Verifica o número de conselheiros de administração da empresa	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?	Verifica o tempo de mandato dos conselheiros de administração	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
Há na companhia conselho fiscal permanente?	Verifica se existe um conselho fiscal permanente na empresa	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?	Verifica se o grupo que possui maior número de ações com direito a voto possui menos de 50% do total	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?	Verifica a porcentagem de ações sem direito a voto, e identifica se este é menor que 20%	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O controle da companhia é direto?	Verifica se o controle da companhia é executado por um grupo controlador	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
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%)?	Verifica se o número de ações disponíveis para negociação no mercado é superior a 25%	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?	Verifica se é evidenciado a câmara de arbitragem para resolver conflitos	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?	Verifica o nível de direitos de voto dos acionistas, e analisa se são superiores aos exigidos por lei	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.
O companhia concede direitos de concede <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?	Verifica os direitos de <i>tag along</i> estabelecidos, e analisa se são superiores aos estabelecidos em lei	<i>Dummy</i> – 1 para sim; 0 para não.

**Quadro 7** – Definição constitutiva e operacional das variáveis dos IGC de Leal (2004).

Fonte: adaptado de Leal (2004).

### 3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Com o intuito de analisar a relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro a população contempla todas as empresas que possuem ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010, exceto as empresas do setor financeiro.

A fim de possuir uma amostra que evite viés de resultados, as empresas que, durante o mesmo ano, suspenderam por motivos adversos a negociação de suas ações serão excluídas da população. O cálculo da amostra baseia-se no estudo de Bruni (2008), que apresenta:

$$n = \frac{Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right] N}{(N - 1)e^2 + Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right]} \quad [6]$$

Em que,

Z = Abscissa da distribuição normal padrão;

$x/n$  = Proporção populacional, que segundo Stevenson (1986), sob condições de incerteza pode-se admitir = 0,5;

N = Tamanho da população;

n = Tamanho da amostra aleatórias simples.

Substituindo os termos da equação obtém-se 111 empresas para compor a amostra aleatória representativa da população. Sabendo que a população total contempla 379 empresas, a amostra representa 29,29% do total da população. Como o período de análise contempla 3 anos, o número total de observações é de 333.

### 3.5 TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS

Nesta secção apresenta-se o tratamento estatístico por meio de dados em painel a ser aplicado no estudo. Inicialmente contemplam-se as abordagens *Polled OLS*, Efeito Fixo a fim de determinar a melhor abordagem e os testes de relaxamento da regressão linear.

### **3.5.1 Abordagens dos dados em painel**

Gujarati (2006) explica que nos dados em painel a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, ou seja, os dados em painel possuem uma dimensão espacial e outra temporal.

A justificativa para se usar dados em painel ao invés de regressões simples é explicada por Gujarati (2006), o qual discorre que ao combinar séries temporais com dados de corte transversal proporciona-se mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência. Afirma, também, que os dados em painel permitem estudar modelos mais complexos e detectar e medir efeitos melhor do que quando a observação é feita por meio de corte transversal puro ou série temporal pura.

Marques (2000), acerca das vantagens do uso dos dados em painel, explica que esta abordagem providencia uma maior eficiência na estimação. A inclusão da dimensão seccional, num estudo temporal agregado, confere uma maior variabilidade aos dados, na medida em que a utilização de dados agregados resulta em séries mais suaves do que as séries individuais que lhes servem de base. Esse aumento na variabilidade dos dados contribui para a redução da eventual colinearidade existente entre variáveis, particularmente em modelos com defasamentos distribuídos.

Hsiao (1986) destaca que os dados em painel ajudam a controlar a heterogeneidade presente nos indivíduos. Duarte, Lamounier e Colauto (2008) explicam que estes dados cobrem um período de tempo pequeno, devido ao alto custo para obtenção de novas informações ou indisponibilidade das mesmas. Mais algumas vantagens da análise de dados em painel são elencadas por Gujarati (2006): (1) proporcionar dados mais informativos; (2) medição mais adequada em estudos na qual a amostra passou por mudanças consideráveis, mudanças estratégicas ou até mesmo mudança de valores e práticas predominantes no processo decisório em diferentes níveis organizacionais, uma vez que não concentra a análise sobre uma empresa em particular ou sobre

um período específico; e, (3) quando se torna disponível dados referentes a vários milhares de unidades, pode-se minimizar o viés que decorreria da agregação de pessoas ou empresas em grandes conjuntos.

Um modelo geral de painel balanceado, de T observações para N indivíduos, descrito por Moreira (2009), é apresentado na equação 7:

$$Y_{it} = \alpha_{0it} + \alpha_{1it} X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T \quad [7]$$

Nesta abordagem, interpreta-se  $i$  como os diferentes indivíduos e  $t$  o período de tempo que está sendo analisado. O  $\alpha_{0it}$  representa o parâmetro do intercepto e  $\alpha_{1it}$  é o coeficiente angular correspondente à  $i$ -ésima variável explicativa do modelo.

Duarte, Lamounier e Colauto (2008) expressam que o intercepto e os parâmetros resposta são diferentes para cada indivíduo e para cada período de tempo, assim, existem mais parâmetros desconhecidos do que observações, não sendo possível, neste caso, estimar os parâmetros. Complementam ainda que, neste caso, é necessário especificar suposições acerca do modelo geral a fim de torná-lo operacional. Dentre os modelos que combinam dados de séries temporais e dados em corte transversal, três serão abordados nesta dissertação, são eles: (i) Abordagem de *Polled OLS*; (ii) Abordagem pelo efeito fixo; e, (iii) Abordagem pelo efeito aleatório.

### 3.5.1.1 Abordagem de Polled OLS

A abordagem conhecida com *Polled OLS* é também designada como método dos Mínimos Quadrados Ordinários Empilhados. Esta, conforme explica Moreira (2009), é maneira mais simples (por isso é conhecida como modelo restrito), onde empilham-se todas as observações de cada empresa, com intercepto e coeficientes angulares da regressão servindo para todas as *cross-sections*, durante todo o período de tempo, como pode ser observado na equação 8:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T \quad [8]$$

Este modelo, para Moreira (2009), possui a vantagem de permitir uma maior amostra para sua estimação, proporcionando estimadores mais precisos e testes mais robustos que os outros modelos de painel. Uma desvantagem, segundo o autor, é que o modelo ignora a possibilidade de os fatores individuais não-observados serem correlacionados com os regressores, baseando em hipóteses muito restritas de que o intercepto e o coeficiente angular são comuns.

Baltagi (1996) explica que este método pode ser adequado em amostras com indivíduos a priori selecionados que apresentam algumas semelhanças nas suas características estruturais.

### 3.5.1.2 Abordagem pelo efeito fixo

A respeito da estimação de modelos com dados em painel, Ribeiro (2009) salienta que deve-se levar em consideração a natureza do conjunto de dados, isto é, se completo (balanceado) ou não balanceado. Explica ainda que no caso dos painéis balanceados, faz-se necessário reconhecer que variáveis omitidas podem conduzir a mudanças nos interceptos para os dados em corte transversal e séries temporais, havendo dois modelos principais sugeridos pela literatura: (i) modelos de efeitos fixos; e, (ii) modelos de efeitos aleatórios.

A especificação do modelo de efeitos aleatórios, segundo Marques (2000) pressupõe que o comportamento específico dos indivíduos e períodos de tempo é desconhecido, não podendo ser observado, nem medido. Assim, em amostras longitudinais de grande dimensão, podemos sempre representar estes efeitos individuais ou temporais específicos sob a forma de uma variável aleatória normal.

Duarte, Lamounier e Colauto (2008) tratam os interceptos como variáveis aleatórias, ou seja, considera que os indivíduos sobre os quais se dispõem de dados são amostras aleatórias de uma população maior de indivíduos. Ribeiro (2009) complementa que este modelo permite que a falta

de conhecimento a respeito do modelo seja descrita por meio do termo de perturbação e a constante não é considerada um parâmetro fixo, mas um parâmetro aleatório não observável. Portanto, complementa que a estimação é feita por meio da introdução da heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro. Algumas vantagens dos modelos de efeitos aleatórios são apontadas por Marques (2000): A sua capacidade para trabalhar com bases de dados de qualquer dimensão; O fato de a inferência estatística aplicável ser uma mera derivação dos testes de hipóteses usuais; e, a possibilidade de a maior parte dos problemas e dificuldades poderem ser resolvidos dentro do quadro econométrico tradicional.

Sobre o modelo de efeitos fixos, Marques (2000) discorre que têm-se mente modelos cujos coeficientes podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ainda que permaneçam como constantes fixas, logo, não aleatórias. Se a heterogeneidade seccional e/ou temporal se evidencia apenas no termo independente, diz-se estar perante um modelo de covariância.

Neste modelo, considera-se que as diferenças entre os indivíduos (países, regiões, empresas) captam-se na parte constante, que é diferente de indivíduo para indivíduo, lidando, portanto, com os pressupostos de que os interceptos variam entre os indivíduos e apresentam-se constantes ao longo do tempo (RIBEIRO, 2009).

Moreira (2009) explica que no modelo dos efeitos fixos, os interceptos variam para cada variável e são constantes ao longo do tempo. Por outro lado os coeficientes angulares da regressão não variam entre as variáveis nem ao longo do tempo. Pode-se verificar o relato na equação 9:

$$Y_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_1 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T \quad [9]$$

O termo (i) na variável de intercepto ( $\alpha_{0i}$ ) sugere que os interceptos de todas as empresas podem ser diferentes por peculiaridades de cada empresa em especial, conforme explicitado por Moreira (2009). Calculando a média da equação 9 para cada i, obtêm-se a equação 10:

$$\bar{Y}_i = \alpha_{0i} + \alpha_1 \bar{X}_i + \bar{\varepsilon}_i \quad [10]$$

Seguindo os passos delineados por Moreira (2009) e subtraindo a equação 9 da equação 10, para cada  $t$ , encontra-se:

$$\ddot{Y}_{it} = \alpha_1 \ddot{X}_{it} + \ddot{\varepsilon}_{it} \quad [11]$$

As variáveis  $\ddot{Y}$ ,  $\ddot{X}$ ,  $\ddot{\varepsilon}$  são denominadas, conforme Moreira (2009), dados temporais reduzidos. Quem explica este procedimento é Wooldridge (2006) defendendo que este elimina o efeito não observado ( $\alpha_{0i}$ ) constante no tempo. Moreira (2009) complementa que a transformação de efeitos fixos também é denominada de transformação interna, não importando a magnitude bruta do valor das variáveis de cada indivíduo, mas como elas se comportam ao longo do tempo.

Segundo Wooldridge (2006) o estimador de efeitos fixos leva em consideração uma correlação arbitrária entre o efeito não observado ( $\alpha_{0i}$ ) e as variáveis explicativas. Por isso, qualquer variável explicativa que seja constante ao longo do tempo para todo ( $i$ ) é removida pela transformação de efeitos fixos:  $\ddot{X}_{it} = 0$  para todo  $i$  e  $t$ , se  $X_{it}$  for constante ao longo do tempo.

Quando trata-se com efeitos fixos, Gujarati (2006) elenca alguns cuidados que deve-se atentar: (1) se existirem muitas variáveis no modelo, há a possibilidade de presença da multicolinearidade, a qual pode dificultar uma estimação exata de um ou mais parâmetros; (2) caso sejam introduzidas variáveis que não variam com o tempo, por exemplo sexo ou cor, a abordagem do modelo de variáveis binárias de mínimos quadrados pode não conseguir identificar o impacto dessas variáveis que não mudam ao longo do tempo; e, (3) cuidado com o erro: a premissa clássica de que  $\varepsilon_{NT} \sim N(0, \sigma^2)$  pode sofrer alterações, entre elas: (i) pode-se pressupor que a variância do erro é a mesma para todas as unidades de corte transversal ou que a variância do erro é heterocedástica; (ii) não há, ao longo do tempo, autocorrelação para cada indivíduo; (iii) durante algum tempo o termo de erro de  $x$  está correlacionado com  $y$  ou pode-se presumir que não há essa correlação; e, (iv) pode-se pensar em outras permutações e combinações do termo de erro.



### 3.5.1.3 Abordagem pelo efeito aleatório

A abordagem de efeitos aleatórios, conforme Moreira (2009) explica, parte da hipótese de que os efeitos individuais fixos no tempo não são correlacionados com os estimadores ao longo do tempo. Neste sentido, os métodos para a eliminação desses efeitos tornam-se ineficientes. Esta abordagem trata os interceptos como variáveis aleatórias. Ou seja, considera-se que as empresas são amostras aleatórias de uma população maior de empresas e o valor médio comum para o intercepto e que as diferenças individuais no intercepto de cada período de cada empresa se refletem no termo de erro (MOREIRA, 2009).

Quando admite-se homocedasticidade, assume-se que os erros de uma *cross-section*, em diferentes períodos de tempo, são correlacionados. Esse fato faz com que o estimador MQO seja ineficiente invalidando as estatísticas de teste. O método a ser utilizado é o dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), que leva em consideração a correlação temporal entre erro do mesmo indivíduo, para se obter o estimador apresentado na Equação 12.

$$\beta_{MQG} = \left( Y_{it} - \left( 1 - \frac{\delta_{\omega}^2}{\delta_{\omega}^2 + T\delta_{\varepsilon}^2} \right)^{1/2} \bar{Y}_i \right) \quad [12]$$

O estimador não elimina os efeitos individuais fixos no tempo, permitindo sua estimação como variáveis explicativas. Esse estimador, sob suas hipóteses básicas, é consistente e assintoticamente distribuído conforme  $N$  cresce (MOREIRA, 2009).

### 3.5.1.4 Determinação da escolha da abordagem de painel

Neste tópico será discutido como obter a melhor abordagem de painel dentre as duas apresentadas: *Polled* OLS, efeito fixo ou efeitos aleatórios. Silva e Cruz Jr. (2004) sugerem que, quando trata-se da possibilidade de abordagem os painéis com efeitos aleatórios, deve-se realizar três testes: (i) Comparação entre *Polled* e Efeitos Fixos; (ii) Comparação entre *Polled* e Efeitos Aleatórios; e, (ii) Comparação entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios.

O teste para comparação entre o modelo *Polled* (modelo restrito) e Efeitos Fixos (EF) é o Teste de Chow, e este possui as seguintes características:

- (i) Hipótese nula: interceptos comuns (Modelo Restrito – *Polled*)
- (ii) Hipótese alternativa: interceptos diferentes para cada seção cruzada (EF).

De maneira geral, Magalhães e Andrade (2009) explicam que a aplicação do teste de Chow permite testar se parte ou a totalidade dos parâmetros do modelo de regressão diferem ou não entre dois conjuntos de observações, mediante a não rejeição ou a rejeição da hipótese nula.

Silva e Cruz Jr. (2004) explicam que o teste de Chow seleciona o modelo mais apropriado entre o *Polled* OLS e Efeito Fixo usando as Somas de Quadrados dos Resíduos. Ainda, Moreira (2009) explica que este teste coloca a hipótese nula de que não há diferenças estruturais entre a medida de resíduos entre os dois métodos, assume-se então que os erros individuais atribuíveis a fatores não observáveis são iguais a zero; no caso de existir pelo menos um termo de erro diferente de zero, o modelo de efeito fixo ou o modelo de efeito aleatório será mais eficiente que o modelo restrito (*Polled*). A técnica utilizada para testar a hipótese descrita é a estatística F, que é a estatística utilizada para testar a hipótese de que todos os coeficientes da regressão (excluindo a constante) são nulos.

Na hipótese de que os resíduos teóricos têm distribuição normal, essa estatística tem uma distribuição F com  $(k-1)$  graus de liberdade no numerador e  $(N-k)$  graus de liberdade no denominador. A hipótese nula se confirma quando o valor teórico de todos os coeficientes (excluindo a constante) é igual a zero. A equação para esta estatística pode ser observada na Equação 13:

$$F = \frac{(SQR_p - SQR_{ef})/(n-1)}{SQR_{ef}/(m-n-k)} \quad [13]$$

Em que,

SQRp = Soma dos quadrados dos resíduos da regressão por Polled;

SQRef = Soma dos quadrados dos resíduos da regressão por efeito fixo;

m = Quantidade de observações;

n = Quantidade de empresas;

k = Número de variáveis.

O segundo teste faz a comparação entre Polled (modelo restrito) e Efeitos Aleatórios (EA). O teste usado é o de *LM-Breusch-Pagan* (LM), e ele possui como características:

- (i) Hipótese nula: interceptos comuns (Modelo Restrito – *Polled*).
- (ii) Hipótese alternativa: interceptos diferentes para cada seção cruzada (EA).

Caso os testes apontem que o modelo restrito não deve ser utilizado, será realizado o teste de Hausman para averiguar qual abordagem deve ser utilizada entre efeito fixo e efeito aleatório. Neste teste considera-se que:

- (i) Hipótese nula: resíduos não correlacionados com a variável explicativa (EF).
- (ii) Hipótese alternativa: resíduos correlacionados com a variável explicativa (EA).

Conforme Moreira (2009) explica, pressupõe-se que  $\omega_i$  e as variáveis explicativas estão correlacionadas, o modelo de componentes dos erros pode ser adequado, mas se espera que estejam correlacionados, então o modelo de efeitos fixos pode ser o indicado.

### 3.5.2 Testes de análise de relaxamento dos pressupostos básicos de regressão linear

Os testes para determinar qual abordagem será utilizada para estimar as regressões com dados em painel requerem testes de relaxamento dos pressupostos básicos de regressão linear. Segundo Bruni (2008), estes pressupostos implicam na validade de algumas hipóteses fundamentais para

os modelos: (1) Normalidade; (2) Heterocedasticidade; (3) Autocorrelação residual; (4) Multicolinearidade.

Quanto a Normalidade, Moreira (2009) explica que a análise de regressão baseia-se na hipótese de que os erros seguem uma distribuição normal e a condição de normalidade dos resíduos não é necessária para a obtenção dos estimadores de mínimos quadrados, mas é fundamental para a definição de intervalos de confiança e testes de significância. Portanto, não existindo a normalidade, não existe tendência nos estimadores, mas os testes não têm validade, principalmente em amostras pequenas.

Pode-se calcular a normalidade na distribuição dos resíduos pelo teste de Jarque-Bera, que segundo Silveira, Barros e Famá (2003), verifica a adequação do modelo com relação à suposição de distribuição normal dos termos de erro.

Bruni (2008) explica que a estatística de Jarque-Bera segue a distribuição qui-quadrado com 2 graus de liberdade, em grandes amostras. Greene (2003) *apud* Moreira (2009) argumenta que é conveniente assumir que os erros aleatórios sejam normalmente distribuídos, com média zero e variância constante. Explica ainda que normalidade não é necessária para obter muito dos resultados da regressão múltipla, podendo relaxar esse pressuposto. Diante dessa afirmação, o pressuposto de normalidade foi relaxado nas inferências sobre os parâmetros dos modelos.

Farias *et. al.* (2005) explica que a heterocedasticidade existe quando as variâncias dos distúrbios estocástico, das observações são diferentes entre si, ou seja, quando a variância dos erros não é constante. Greene (1997) discorre que o teste de White permite verificar se há heterocedasticidade no modelo sem o conhecimento das possíveis causas, por isso esse teste é bastante utilizado.

Gujarati (2006) explica que o teste de White é o mais comumente utilizado em trabalhos acadêmicos. O teste de White pode ser considerado um teste geral, já que mede a adequação do modelo a três pressupostos de um modelo de regressão linear: a homocedasticidade dos termos de erro (a condição de homocedasticidade significa que a variância dos termos de erros do modelo é constante), a especificação linear correta do modelo e a independência dos resíduos em relação aos regressores. (SILVEIRA, BARROS, FAMÁ; 2003).

Seguindo o raciocínio de Moreira (2009), caso adotarmos a hipótese de que não exista heterocedasticidade, pode-se demonstrar que o tamanho da amostra ( $n$ ) multiplicado pelo

coeficiente de determinação ( $R^2$ ) da regressão auxiliar segue assintoticamente a distribuição de qui-quadrado com um número de graus de liberdade igual ao número de regressores da regressão auxiliar excluindo o intercepto, conforme pode-se observar na equação 14.

$$n * R^2 \sim \chi_{df}^2 \quad [14]$$

Bruni (2008) explica que quando o valor relativo ao qui-quadrado calculado for maior que o tabelado ao nível de significância estabelecido, pode-se afirmar que existe heterocedasticidade. Do contrário, não existe presença da mesma.

A autocorrelação residual pressupõe que o termo de erro relacionado a qualquer das observações não é influenciado pelo termo de erro de qualquer outra observação (MOREIRA, 2009). Com o intuito de verificar a ausência de autocorrelação nos resíduos, será usado o teste d de Durbin-Watson.

Sabendo que a autocorrelação causa falta de eficiência dos estimadores dos mínimos quadrados ordinários, caso o problema seja encontrado, a correção será efetuada a partir do método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), seguindo orientações de Moreira (2009).

A multicolinearidade indica, conforme explica Bruni (2008), que as variáveis exógenas, independentes, apresentam altas correlações cruzadas. Neste caso, o coeficiente de determinação  $R^2$ , apresentará um alto valor. Uma forma de resolver este pressuposto, conforme explicam Cooper e Schindler (2008) é separar uma parte dos dados e usar apenas o remanescente para calcular a equação estimada. Neste caso, temos a amostra de validação (*holdout*), e usar-se-á esta para o cálculo do  $R^2$ .

Ilustrado o cálculo dos pressupostos básicos da regressão, passa-se a parte da análise dos dados obtidos, que será ilustrada na seção seguinte.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados da pesquisa. Inicialmente apresentam-se as estatísticas descritivas dos indicadores de desempenho e a análise de correlação entre as variáveis estudadas. Após isto é apresentada a análise de regressão com dados em painel usando os dois instrumentos selecionados.

### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS INDICADORES DE DESEMPENHO

A população é composta por todas as empresas que possuem ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010, exceto as empresas do setor financeiro. A amostra, é aleatória e representa 29,29% do total da população. No Quadro 7 apresentam-se as empresas pertencentes à amostra da pesquisa:

EMPRESAS					
AES Sul	Celpe	Duratex	Guararapes	Oderich	Sondotecnica
AES Tiete	Celul Irani	Elekeiroz	Hoteis Othon	Odontoprev	Souza Cruz
Aliperti	Cemat	Elektro	Iguacu Cafe	P.Acucar-Cbd	Suzano Papel
Alpargatas	Cesp	Eletropaulo	Ind Cataguas	Panatlantica	Tectoy
Ambev	Cia Hering	Emae	Inds Romi	Petrobras	Teka
Ampla Energ	Coelba	Embraer	Itautec	Profarma	Tekno
Bandeirante	Coelce	Enersul	Josapar	Randon Part	Telemar N L
Baumer	Comgas	Escelsa	Karsten	Rasip Agro	Telesp
Bic Monark	Company	Eternit	Kepler Weber	Recrusul	Tractebel
Bombрил	Confab	Eucatex	Klabin S/A	Rio Gde Ener	Uol
Brasil Telec	Cosern	Even	Lojas Hering	Riosulense	Usiminas
Braskem	CPFL	Excelsior	Lojas Renner	Sabesp	Valefert
Buettner	Cremer	Fab Renaux	Lupatech	Sanepar	Vicunha Text
Cacique	Csu	Ferbasa	M. Diasbranco	Sansuy	Wetzel S/A
Cambuci	Cyrela	Fibria	Marcopolo	Santanense	Whirlpool
Casan	Dasa	Forjas	Met Duque	Saraiva Livr	Yara Brasil
Cedro	Dimed	Ger Paranap	Metal Leve	Schlosser	
Ceee-Gt	Dohler	Globex	Metisa	Schulz	
Celpa	Drogasil	Grazziotin	Millennium	Sid Nacional	

**Quadro 7** – Empresas da amostra.

Fonte: elaborado pelo autor.

O período de pesquisa contempla 3 anos e o total de observações foi 333. O objetivo desta etapa é analisar as medidas de tendência central e desvio padrão dos EBITDAS padronizados, Rentabilidade sobre o Ativo e sobre o Patrimônio Líquido, e o  $q$  de Tobin. Na Tabela 1 ilustram-se as estatísticas descritivas das 111 empresas que fizeram parte da amostra.

**Tabela 1** – Estatísticas descritivas dos indicadores de desempenho

	<b>EBITDA/ATIVO</b>	<b>EBITDA/PL</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>Q DE TOBIN</b>
Média	0,1347	0,3175	0,0546	0,1384	0,3298
Mediana	0,1202	0,2649	0,0518	0,1387	0,1561
Desvio padrão	0,1609	0,8516	0,1387	0,5186	0,6339
Assimetria	3,6474	4,3237	0,1197	-3,2116	2,9708
Mínimo	-0,6777	-5,7524	-0,8925	-5,5006	-0,8427
Máximo	1,7335	10,7496	0,8698	3,1456	4,4236

Fonte: elaborado pelo autor.

Em média, as empresas apresentaram valores do EBITDA/Ativo de 0,1377, EBITDA/PL de 0,3175, ROA no valor de 0,0546, ROE de 0,1384 e  $q$  de Tobin no valor de 0,3298. Neste estudo, a mediana destas variáveis possui valores menores do que a média, exceto o ROE, que possui mediana de 0,1387. Esta diferença pode ser explicada porque algumas empresas apresentaram indicadores consideravelmente maiores que as demais empresas da amostra, ou seja, existem diferenças significativas nas características dos balanços das empresas. Percebe-se uma diferença entre média e mediana no  $q$  de Tobin. A mediana possui aproximadamente a metade do valor da média. Características semelhantes das discrepâncias dos indicadores anteriores podem ser atribuídas ao  $q$  de Tobin. Analisando as estatísticas descritivas do  $q$  de Tobin, pode-se inferir que, devido a sua média ser inferior a 1, não existe a tendência do mercado em considerar as empresas capazes de gerar riquezas que superem o valor de reposição dos ativos.

O desvio padrão mostrou-se elevado nos indicadores EBITDA/PL e  $q$  de Tobin. Este fato, assim como a diferença da mediana do  $q$  de Tobin, evidencia, mais uma vez, a diferença de porte entre as empresas da amostra. Estas diferenças encontradas podem ser visualmente detectadas nos mínimos e máximos ilustrados na Tabela 1. Conforme Nogueira, Lamounier e Colauto (2010) o  $q$  de Tobin pode ser interpretado como um indicador de oportunidade de mercado, quanto maior o

valor, maior o estímulo para investimentos de capital. Neste sentido, percebe-se que as empresas possuem diferenças significativas nos estímulos de investimentos de capital.

Maroco (2003) explica que a assimetria de uma distribuição é caracterizada pelo enviesamento desta distribuição em relação à média. Moreira (2009) afirma que quando a distribuição se concentra do lado direito com uma cauda do lado esquerdo, o valor de assimetria é menor que zero, e diz-se que a distribuição apresenta enviesamento negativo ou assimétrico à esquerda. Caso contrário, se a distribuição se concentrar do lado esquerdo, o índice de assimetria toma sinal positivo e a distribuição diz-se com enviesamento positivo ou assimétrico à direita. Nos indicadores analisados pode-se perceber que todos possuem valores positivos, ou seja, todos concentram-se do lado esquerdo e a distribuição possui enviesamento positivo e assimétrico à direita. Essa assimetria positiva confirma o achado que a média tende a ser maior que a mediana, e corrobora com a análise de que existem diferenças nas características das empresas.

Neste contexto, segue-se para as regressões com dados em painel, possibilitando assim analisar a relação entre elas e os índices de governança.

## 4.2 ANÁLISE DOS DADOS UTILIZANDO O INSTRUMENTO PROPOSTO POR LEAL (2004)

A análise está dividida em três etapas: estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa; análise de correlação entre as variáveis; e, regressão usando dados em painel.

### **4.2.1 Estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa**

Na Tabela 2 ilustram-se as estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa. O objetivo desta etapa baseia-se em analisar as medidas de tendência do IGC.



**Tabela 2** – Estatística descritiva do IGC

	<b>IGC - Leal</b>
Média	0,4424
Mediana	0,3750
Moda	0,3750
Desvio padrão	0,2021
Assimetria	0,3841
Mínimo	0,0000
Máximo	0,8750
Soma	147
Contagem	333

Fonte: elaborado pelo autor

A média do Índice de Governança Corporativa (IGC) é de 0,4424. Ela foi obtida dividindo-se o número de questões com resposta Sim pelo total de questões (no questionário de Leal (2004), 16 questões). Neste sentido, pode-se inferir que, em média, as empresas da amostra possuem 7,08 (ou 44%) respostas Sim e 8,92 (ou 56%) respostas Não. A mediana do IGC possui valor menor que a média, o que indica que algumas empresas da amostra possuem níveis de implantação de governança corporativa, conseqüentemente, níveis de transparência muito maiores do que outras empresas. Um exemplo disto é a diferença percebida entre a Metalúrgica Duque S/A, que em 2008 possui um IGC de 0,0625, o que em número absoluto de respostas Sim representa 1; ou seja, das 16 questões, esta empresa possui 15 respostas Não e 1 resposta Sim, o que indica um nível de transparência extremamente baixo. Por outro lado, a Lojas Renner S/A divulgou um IGC de 0,875 em 2009, o que representa 14 das 16 questões com respostas Sim, ou seja, mostrando um nível de transparência elevado. A moda possui o mesmo valor que a mediana, ou seja, a maioria dos valores obtidos é 0,3750.

O desvio padrão calculado resultou num valor 0,2021. Os mínimos e máximos abordados na Tabela 2 mostram que a empresa com maior nível de transparência possui 14 respostas Sim (ou IGC de 0,8750) e a empresa com menor nível de transparência não possui nenhuma resposta Sim (ou IGC de 0,0000). Apenas uma empresa durante um dos anos da análise apresentou IGC = 0,0000 e duas empresas, durante um ano cada, apresentou IGC = 0,8750. Em relação à assimetria, o IGC aponta um valor positivo de 0,3841, ou seja, os valores concentram-se do lado esquerdo e a distribuição possui enviesamento positivo e assimétrico à direita. Os resultados da

média, mediana, desvio padrão e assimetria são um indicativo de que as empresas possuem um nível mediano de transparência.

Esta análise contemplou o índice como um todo, ou seja, analisando os quatro grupos juntos. Neste sentido, a Tabela 3 mostra o resumo estatístico do IGC, segmentando em Transparência, Conselho, Conduta e Acionistas.

**Tabela 3** – Estatística descritiva dos grupos do IGC

<b>Grupos</b>	<b>Transparência</b>	<b>Conselho</b>	<b>Conduta</b>	<b>Acionistas</b>
Média	0,5676	0,4559	0,4189	0,2843
Mediana	0,5000	0,4000	0,2500	0,0000
Moda	0,7500	0,4000	0,2500	0,0000
Desvio padrão	0,2194	0,2326	0,3375	0,3999
Assimetria	-0,3940	-0,1203	0,3326	1,0022
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Máximo	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Soma	189	152	140	95
Contagem	333	333	333	333

Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que o grupo Transparência é aquele que demonstra maior número, em média, de respostas Sim. A moda deste grupo aponta um valor de 0,75, ou seja, de quatro questões que compõe o grupo, a maioria das empresas obteve três respostas Sim. Neste sentido, pode-se perceber que grande parte das empresas da amostra prepara seus relatórios financeiros respeitando as datas estabelecidas por Lei, assim como utilizam métodos internacionais de Contabilidade, como exige a Lei 11.638.07, utilizando uma das quatro principais empresas de auditoria do mundo, as quais: (i) KPMG; (ii) Ernest & Young; (iii) Price; e, (iv) Deloitte. Neste grupo, a maioria das empresas não ilustra em seu *website* informações sobre remunerações dos seus diretores e do conselho.

Os grupos que tratam do Conselho e da Conduta das empresas são intermediários em relação ao nível de governança. Respectivamente, obteve-se valores de 0,45 e 0,41 em média, representando que 45% e 41% das respostas deste grupo foram Sim. Em relação ao grupo Conselho, a maioria das empresas não informa se este é composto por conselheiros externos e não informa se o tempo

de mandato é de 1 ano, conforme recomendação do IBGC. No grupo Controle, o grupo controlador da maioria das empresas possui mais de 50% das ações com direito a voto, e a porcentagem das ações sem direito a voto é maior que 20%, fatos que baixam o nível de governança corporativa das empresas.

No grupo, que trata do direito dos acionistas, a maioria das empresas não respondeu nenhum Sim. Isso significa que, em grande parte das empresas da amostra, o contrato social não estabelece câmaras de arbitragem, não concede direitos de voto além dos previstos em Lei e a companhia não concede direitos de *tag along* além dos previstos na legislação.

#### 4.2.2 Análise de correlação entre as variáveis

Bruni (2008) explica que a análise de correlação determina um número que expressa uma medida numérica do grau da relação encontrada entre diversas variáveis. Na Tabela 4 ilustram-se as correlações entre o IGC e as variáveis de desempenho.

**Tabela 4** – Correlações entre as variáveis da pesquisa e o IGC

		<b>IGC</b>	<b>EBITDA/AT</b>	<b>EBITDA/PL</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>Q DE TOBIN</b>
<b>IGC</b>	Correlação de Pearson	1	0,044	0,008	0,094	0,008	0,277
	<i>p-value</i>		0,419	0,889	0,086	0,891	0,000
<b>EBITDA/AT</b>	Correlação de Pearson	0,044	1	0,321	0,817	0,418	0,074
	<i>p-value</i>	0,419		0,000	0,000	0,000	0,177
<b>EBITDA/PL</b>	Correlação de Pearson	0,008	0,321	1	0,307	0,428	0,031
	<i>p-value</i>	0,889	0,000		0,000	0,000	0,570
<b>ROA</b>	Correlação de Pearson	0,094	0,817	0,307	1	0,386	0,062
	<i>p-value</i>	0,086	0,000	0,000		0,000	0,263
<b>ROE</b>	Correlação de Pearson	0,008	0,418	0,428	0,386	1	0,005
	<i>p-value</i>	0,891	0,000	0,000	0,000		0,931
<b>Q DE TOBIN</b>	Correlação de Pearson	0,277	0,074	0,031	0,062	0,005	1
	<i>p-value</i>	0,000	0,177	0,570	0,263	0,931	

Fonte: elaborado pelo autor.

O Coeficiente de Correlação de Pearson, conforme Schultz e Schultz (1992) é o método usualmente conhecido para medir a correlação entre duas variáveis, também conhecido como Coeficiente de Correlação do Momento Produto. Em relação ao IGC, a correlação mais significativa é com o  $q$  de Tobin. Esta correlação possui um Coeficiente de 0,277 a um nível de significância de 1%. Este apontamento corrobora com o trabalho de Leal (2004), no qual é encontrada uma correlação positiva ao nível de 10% de significância entre  $q$  de Tobin e IGC. No tocante aos outros quatro indicadores de desempenho, não obteve-se uma relação bivariada significativa. Isto sugere que a variável que mais explica o IGC é o  $q$  de Tobin, assim como no trabalho de Leal (2004) onde o  $q$  de Tobin apresentou um R-Quadrado de 0,4361 a um nível de significância de 1%.

Conforme se pode observar na Tabela, todos os indicadores de desempenho são fortemente correlacionados entre si, com níveis de significância de 1%. Em sentido oposto, o  $q$  de Tobin não possui correlação bivariada direta com nenhum dos indicadores de desempenho, pois todos os valores de significância são superiores a 0,1. Isso pode ser explicado pela essência da aproximação do valor de  $q$  que relaciona, além de valores obtidos nos balanços, valores de mercado de ações.

#### **4.2.3 Análise dos dados em painel**

Neste item serão analisadas as regressões por meio dos dados em painel. Neste sentido, a Tabela 5 evidencia o R-Quadrado Ajustado e respectivos *p-value* para relativos às regressões e as abordagens dos dados em painel, utilizando sempre o IGC como variável independente e as variáveis de desempenho como dependentes, sempre em regressões separadas, portanto, tem-se regressões simples.

**Tabela 5** – R-Quadrado e significância das regressões

Variável Dependente	<i>Polled OLS</i>		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios
	R-Quadrado Ajustado	p-value	R-Quadrado Ajustado	p-value	p-value
<b>EBITDA/Ativo</b>	-0,001	0,4187	-0,1133	0,9837	0,4187
<b>EBITDA/PL</b>	-0,002	0,8889	0,011	0,4087	0,8727
<b>ROA</b>	0,005	0,0863	-0,019	0,6305	0,0862
<b>ROE</b>	-0,002	0,8907	-0,009	0,5579	0,9486
<b>q de Tobin</b>	0,073	0,0000002	0,101	0,0352	0,0000003

Fonte: elaborado pelo autor.

Pode-se perceber, a partir da Tabela 5, que as variáveis *q* de Tobin e ROA são as únicas variáveis que possuem *p-value* inferiores a 0,1 em pelo menos uma abordagem. Neste sentido, pode-se afirmar que no contexto desta amostra, EBITDA/Ativo, EBITDA/PL e ROE não são influenciados pelo IGC. O próximo passo é analisar cada abordagem separadamente, e testar qual delas é melhor para explicar as duas variáveis que apresentaram significância (*q* de Tobin e ROA).

Leal (2004) explica que pesquisas recentes sugerem que a governança corporativa está associada a maior desempenho e valor da firma. Considerando o ROA como desempenho e o valor da firma como o *q* de Tobin, este estudo corrobora a afirmação citada. Assim, a Tabela 6 evidencia os dados da regressão por meio dos dados em painel, considerando a variável ROA como dependente.

**Tabela 6** – Resultado das regressões utilizando o ROA como variável dependente

Abordagem	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-value
<i>Polled OLS</i>	const	0,0259910	0,0182683	1,423	0,1558
	IGC	0,0646309	0,0375724	1,720	0,0863
Efeitos fixos	const	0,0332158	0,0223677	1,485	0,1390
	IGC	0,0482994	0,0474920	1,017	0,3103
Efeitos aleatórios	const	0,0259910	0,0182683	1,423	0,1558
	IGC	0,0646309	0,0375724	1,720	0,0863

Fonte: elaborado pelo autor.

Na Tabela 6 evidenciam-se os coeficientes da regressão ( $\alpha_n$ ), o erro padrão, a razão-t e o teste p-value. Para evidenciar qual a melhor abordagem dentre as três apresentadas, deve-se aplicar os testes de Chow, LM Breusch-Pagan e Hausman. Para este estudo, o teste de Chow resultou num valor da estatística F de 0,9258, com p-value de 0,6719. Assim, deve-se aceitar a hipótese nula que afirma que os interceptos são comuns para ambas as variáveis. O segundo teste para testar as abordagens é o LM Breusch-Pagan. Neste teste, obteve-se um valor da estatística assintótica Qui-quadrado de 0,2491, com p-value de 0,6176. Como a significância é superior a 10%, aceita-se a hipótese nula de que os interceptos são comuns para todas as variáveis, assim como no primeiro teste.

O último teste para determinação da melhor abordagem é o teste de Hausman. Obteve-se um valor da estatística de teste assintótica Qui-quadrado de 0,3407 com p-value de 0,5593, portanto também aceita-se a hipótese nula de que as estimativas GLS são consistentes e os resíduos não são correlacionados. Neste sentido, seguindo a lógica dos testes apresentada, a melhor abordagem é a *Polled OLS*, ou seja, o ROA pode ser explicado através do IGC a um nível de significância de 10%, usando para tal a abordagem *Polled OLS* dos dados em painel.

A Tabela 7 ilustra os dados das regressões, usando como variável dependente o  $q$  de Tobin.

**Tabela 7 – Resultado das regressões utilizando o  $q$  de Tobin como variável dependente**

<b>Abordagem</b>	<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Razão-t</b>	<b>p-value</b>
<b><i>Polled OLS</i></b>	const	-0,054750	0,0805564	-0,6797	0,4972
	IGC	0,869321	0,165681	5,247	2,77e-07
<b>Efeitos fixos</b>	const	0,052022	0,0959610	0,5421	0,5883
	IGC	0,627961	0,203749	3,082	0,0023
<b>Efeitos aleatórios</b>	const	-0,0504309	0,0808742	-0,6236	0,5333
	IGC	0,859557	0,165734	5,186	3,74e-07

Fonte: elaborado pelo autor.

Na Tabela 7 evidenciam-se os coeficientes da regressão ( $\alpha_n$ ), o erro padrão, a razão-t e o teste p-value, considerando o  $q$  de Tobin como dependente. Para evidenciar qual a melhor abordagem dentre as três apresentadas, deve-se aplicar os testes de Chow, LM Breusch-Pagan e Hausman.

Para este estudo, o teste de Chow resultou num valor da estatística F de 1,0916, com *p-value* de 0,2906. Assim, deve-se aceitar a hipótese nula que afirma que os interceptos são comuns para ambas as variáveis. O segundo teste para testar as abordagens é o LM Breusch-Pagan. Neste teste, obteve-se um valor da estatística assintótica Qui-quadrado de 0,1598, com *p-value* de 0,6892. Como a significância é superior a 10%, aceita-se a hipótese nula de que os interceptos são comuns para todas as variáveis, assim como no primeiro teste. O último teste para determinação da melhor abordagem é o teste de Hausman. Obteve-se um valor da estatística de teste assintótica Qui-quadrado de 3,7921 com *p-value* de 0,0514, portanto também aceita-se a hipótese nula de que as estimativas GLS são consistentes e os resíduos não são correlacionados.

Neste sentido, a melhor abordagem é a *Polled OLS*, ou seja, o *q* de Tobin pode ser explicado através do IGC a um nível de significância de 1%, usando para tal a abordagem *Polled OLS* dos dados em painel.

Finalizada as análises do questionário de Leal (2004), iniciam-se, no próximo item, as análises do modelo de Almeida *et. al.* (2010).

#### 4.3 ANÁLISE DOS DADOS UTILIZANDO O INSTRUMENTO PROPOSTO POR ALMEIDA ET AL. (2010)

A análise contempla três aspectos: (i) estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa proposto pelo autor; (ii) análise de correlação entre as variáveis de desempenho e o IGC; e, (iii) análise da regressão com dados em painel.

##### 4.3.1 Estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa

Na Tabela 8 apresentam-se as estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa. O objetivo desta etapa baseia-se em mostrar as medidas de tendência apuradas na verificação dos itens propostos por Almeida *et. al.* (2010).

**Tabela 8** – Estatística descritiva do IGC

<b>IGC - Almeida</b>	
Média	0,5712
Mediana	0,5714
Moda	0,5714
Desvio padrão	0,1274
Assimetria	-0,2483
Mínimo	0,2143
Máximo	0,8571
Soma	190
Contagem	333

Fonte: elaborado pelo autor.

A média do Índice de Governança Corporativa é de 0,5712. Este resultado é superior ao índice mensurado no questionário de Leal (2004) que foi de 0,4424. Como o questionário possui 14 questões, pode-se afirmar que, em média, as empresas da amostra possuem 7,99 respostas Sim e 6,01 respostas Não. A mediana e a média possuem valores aproximadamente iguais, o que significa que, em média a transparência das empresas não possui diferenças tão relevantes. A moda possui o mesmo valor que a mediana, ou seja, a maioria dos valores obtidos é 0,5714. O



desvio padrão de 0,1274 confirma a hipótese de menor diferença estatística entre os níveis de transparência das empresas.

Quando se observa os valores de mínimo e máximo, percebe-se que, embora a maioria das empresas possua níveis de transparência semelhantes, existem as exceções. Um exemplo desta diferença pode ser observado entre os Hotéis Othon S/A, que em 2008 e 2009 apresentam um IGC de 0,2143, o que significa que em números absolutos esta empresa possui 3 respostas Sim e 11 respostas Não (baixo nível de transparência), e a empresa M Dias Branco S/A Indústria e Comércio de Alimentos, que em 2008 apresentou um IGC de 0,8571, valor que representa 12 respostas Sim e 2 respostas Não (alto nível de transparência). Apenas as empresas acima descritas possuem estes níveis citados. Todas as outras empresas da amostra possuem valores maiores que o mínimo, ou menores que o máximo, ou seja, não encontram-se nas extremidades.

Em relação à assimetria, o IGC aponta um valor negativo, ou seja, a distribuição se concentra do lado direito com uma cauda do lado esquerdo, e pode-se inferir que a distribuição apresenta enviesamento negativo ou assimétrico à esquerda. Esta análise contemplou o índice como um todo, ou seja, analisando os quatro grupos juntos. Neste sentido, a Tabela 9 mostra o resumo estatístico do IGC, segmentando-os em transparência, conselho e conduta.

**Tabela 9** – Estatística descritiva dos grupos do IGC

<b>Grupos</b>	<b>Transparência</b>	<b>Conselho</b>	<b>Conduta</b>
Média	0,6222	0,4887	0,5862
Mediana	0,6000	0,5000	0,6000
Modo	0,8000	0,5000	0,6000
Desvio padrão	0,1904	0,2456	0,1691
Assimetria	-0,6875	-0,1972	-0,6499
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000
Máximo	1,0000	1,0000	0,8000
Soma	207	163	195
Contagem	333	333	333

Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que o grupo Transparência é aquele que demonstra maior número, em média, de respostas Sim. A moda deste grupo aponta um valor de 0,80, ou seja, de cinco questões que

compõe o grupo, a maioria das empresas obteve quatro respostas Sim. Neste sentido, pode-se inferir que grande parte das empresas da amostra prepara seus relatórios financeiros respeitando as datas estabelecidas por Lei, assim como utilizam métodos internacionais de Contabilidade, não ilustra em seu *website* informações sobre remunerações dos seus diretores e do conselho, mas obtiveram pareceres de auditoria sem ressalva.

O grupo que trata do Conselho obteve valor médio de 0,48 respostas Sim. A maioria das empresas não informa se o conselho é composto por conselheiros externos e não informa se o tempo de mandato é de 1 ano, conforme recomendação do IBGC, semelhantemente a Leal (2004). Em relação ao grupo Conduta, obteve valor médio superior ao grupo Conselho, atingindo o valor de 0,58. As conclusões também corroboram Leal (2004) no qual o grupo controlador da maioria das empresas possui mais de 50% das ações com direito a voto, e a porcentagem das ações sem direito a voto é maior que 20%, fatos que baixam o nível de governança corporativa das empresas.

#### 4.3.2 Análise de correlação entre as variáveis

Na Tabela 10 ilustram-se as correlações mensuradas entre os indicadores de desempenho e o IGC. Importante salientar que, como o estudo de Almeida *et. al.* (2010) não utilizou indicadores de mercado (como o  $q$  de Tobin), esta variável não foi utilizada nas regressões, portanto a correlação entre ela e as outras variáveis não foi calculada.

**Tabela 10** – Correlações entre as variáveis da pesquisa e o IGC

		<b>IGC</b>	<b>EBITDA/AT</b>	<b>EBITDA/PL</b>	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>
<b>IGC</b>	Correlação de Pearson	1	0,101	0,048	0,140	0,028
	p-value		0,066	0,383	0,010	0,613
<b>EBITDA/AT</b>	Correlação de Pearson	0,101	1	0,321	0,817	0,418
	p-value	0,066		0,000	0,000	0,000
<b>EBITDA/PL</b>	Correlação de Pearson	0,048	0,321	1	0,307	0,428
	p-value	0,383	0,000		0,000	0,000
<b>ROA</b>	Correlação de Pearson	0,140	0,817	0,307	1	0,386
	p-value	0,010	0,000	0,000		0,000
<b>ROE</b>	Correlação de Pearson	0,028	0,418	0,428	0,386	1
	p-value	0,613	0,000	0,000	0,000	

Fonte: elaborado pelo autor.

Estes indicadores, como já analisado anteriormente, são fortemente correlacionados. O IGC apresenta correlação bivariada significativa para os indicadores EBITDA/Ativo e ROA. Isto difere do IGC proposto por Leal (2004) que apenas apresentava correlação com o ROA. Pode-se verificar, neste sentido, que o questionário de Leal (2004) é mais apurado para medir correlação com variáveis de desempenho, devido às suas características construtivas.

A correlação percebida entre IGC e EBITDA/Ativo possui Coeficiente de Pearson de 0,101 a um nível de significância de 10%, pois o valor de significância absoluto apresentado é 0,066. Em relação ao ROA, têm-se um Coeficiente de Pearson de 0,140 a um nível de significância de 1%, ou seja, uma correlação mais forte do que a encontrada em relação ao EBITDA/Ativo. Assim, não é possível concluir acerca de uma relação de causa e efeito entre as variáveis apenas com esta análise.

#### 4.3.3 Análise dos dados em painel

Neste item serão analisadas as regressões por meio dos dados em painel. Neste sentido, a Tabela 11 evidencia o R-Quadrado Ajustado e respectivos *p-value* relativos às regressões e as abordagens, utilizando sempre o IGC como variável independente e as variáveis de desempenho como dependentes, sempre em regressões separadas, portanto, tem-se regressões simples.

**Tabela 11** – R-Quadrado e significância das regressões

Variável Dependente	<i>Polled OLS</i>		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios
	R-Quadrado Ajustado	<i>p-value</i>	R-Quadrado Ajustado	<i>p-value</i>	<i>p-value</i>
<b>EBITDA/Ativo</b>	0,0071	0,0664	-0,1120	0,9826	0,0665
<b>EBITDA/PL</b>	-0,0007	0,3826	0,0063	0,4486	0,3826
<b>ROA</b>	0,0167	0,0103	-0,0152	0,6023	0,0104
<b>ROE</b>	-0,0022	0,6132	-0,0076	0,5483	0,6133

Fonte: elaborado pelo autor.

Pode-se perceber, a partir da Tabela 11, que as variáveis EBITDA/Ativo e ROA são as únicas variáveis que possuem *p-value* inferiores a 0,1 em pelo menos uma abordagem. Neste sentido, pode-se afirmar que no contexto desta amostra, EBITDA/PL e ROE não são influenciados pelo

IGC. O próximo passo é analisar cada abordagem separadamente, e testar qual delas é melhor para explicar as duas variáveis que apresentaram significância (EBITDA/Ativo e ROA). Assim, a Tabela 12 evidencia os dados da regressão por meio dos dados em painel, considerando a variável EBITDA/Ativo como dependente.

**Tabela 12** – Resultado das regressões utilizando o EBITDA/Ativo como variável dependente

<b>Abordagem</b>	<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Razão-t</b>	<b>p-value</b>
<b>Polled OLS</b>	const	0,0620884	0,0403964	1,537	0,1253
	IGC	0,127096	0,0690280	1,841	0,0665
<b>Efeitos fixos</b>	const	0,0997187	0,0532311	1,873	0,0623
	IGC	0,0612180	0,0917571	0,6672	0,5054
<b>Efeitos aleatórios</b>	const	0,0620884	0,0403964	1,537	0,1253
	IGC	0,127096	0,0690280	1,841	0,0665

Fonte: elaborado pelo autor.

Na Tabela 12 evidenciam-se os coeficientes da regressão ( $\alpha_n$ ), o erro padrão, a razão-t e o teste p-value. Para evidenciar qual a melhor abordagem dentre as três apresentadas, deve-se aplicar os testes de Chow, LM Breusch-Pagan e Hausman. Para este estudo, o teste de Chow resultou num valor da estatística F de 0,6775, com p-value de 0,9887. Assim, deve-se aceitar a hipótese nula que afirma que os interceptos são comuns para ambas as variáveis. O segundo teste para testar as abordagens é o LM Breusch-Pagan. Neste teste, obteve-se um valor da estatística assintótica Qui-quadrado de 5,1482, com p-value de 0,0232. Como a significância é inferior a 10%, rejeita-se a hipótese nula de que os interceptos são comuns para todas as variáveis.

O último teste para determinação da melhor abordagem é o teste de Hausman. Obteve-se um valor da estatística de teste assintótica Qui-quadrado de 1,5939 com p-value de 0,2067, portanto aceita-se a hipótese nula de que as estimativas GLS são consistentes e os resíduos não são correlacionados. Neste sentido, a melhor abordagem é a abordagem de Efeitos Aleatórios, pois aceitou-se a hipótese alternativa no segundo teste que compara a melhor abordagem entre *Polled OLS* e Efeitos Aleatórios, ou seja, o EBITDA/Ativo pode ser explicado através do IGC a um nível de significância de 10%, usando para tal a abordagem de Efeitos Aleatórios dos dados em painel.

A Tabela 13 ilustra os dados das regressões, usando como variável dependente o ROA.

**Tabela 13** – Resultado das regressões utilizando o ROA como variável dependente

<b>Abordagem</b>	<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Razão-t</b>	<b>p-value</b>
<b>Polled OLS</b>	const	-0,0326749	0,0346685	-0,9425	0,3466
	IGC	0,152758	0,0592403	2,579	0,0104
<b>Efeitos fixos</b>	const	-0,00516123	0,0438617	-0,1177	0,9064
	IGC	0,104591	0,0756067	1,383	0,1680
<b>Efeitos aleatórios</b>	const	-0,0326749	0,0346685	-0,9425	0,3466
	IGC	0,152758	0,0592403	2,579	0,0104

Fonte: elaborado pelo autor.

Na Tabela 13 evidenciam-se os coeficientes da regressão ( $\alpha_n$ ), o erro padrão, a razão-t e o teste p-value, considerando o ROA como dependente. Para evidenciar qual a melhor abordagem dentre as três apresentadas, deve-se aplicar os testes de Chow, LM Breusch-Pagan e Hausman. Para este estudo, o teste de Chow resultou num valor da estatística F de 0,9052, com p-value de 0,7190. Assim, deve-se aceitar a hipótese nula que afirma que os interceptos são comuns para ambas as variáveis. O segundo teste para testar as abordagens é o LM Breusch-Pagan. Neste teste, obteve-se um valor da estatística assintótica Qui-quadrado de 0,4303, com p-value de 0,5117. Como a significância é superior a 10%, aceita-se a hipótese nula de que os interceptos são comuns para todas as variáveis, assim como no primeiro teste. O último teste para determinação da melhor abordagem é o teste de Hausman. Obteve-se um valor da estatística de teste assintótica Qui-quadrado de 1,1554 com p-value de 0,2824, portanto também aceita-se a hipótese nula de que as estimativas GLS são consistentes e os resíduos não são correlacionados.

Neste sentido, a melhor abordagem é a *Polled OLS*, ou seja, o ROA pode ser explicado através do IGC a um nível de significância de 5%, usando para tal a abordagem *Polled OLS* dos dados em painel.

Finalizadas as análises estatísticas dos dados, o próximo item contempla a interpretação qualitativa das informações quantitativas obtidas.

#### 4.4 INTERPRETAÇÃO DOS DADOS OBTIDOS

A análise dos dados mostrou relações estatisticamente significantes entre estruturas de propriedade e controle e desempenho econômico-financeiro. Visto que o mini-constructo Transparência foi aquele que apresentou maior número de respostas Sim, em ambos os instrumentos, pode-se inferir que a divulgação de informações de remuneração de sócios e conselheiros assim como a entrega de demonstrações contábeis dentro dos prazos estabelecidos na legislação e a utilização de uma das principais empresas de auditoria ajudam, indiretamente, a empresa a maximizar o desempenho.

Em relação ao constructo Conselho, pode-se perceber uma crescente preocupação das empresas em possuírem conselhos independentes em relação aos seus membros internos, relevando atentamento destas em relação a transparência e prestação de contas para seus acionistas.

O grupo Acionistas foi aquele que apresentou menor nível de transparência. Os direitos de *tag along*, assim como direitos adicionais de voto além dos legalmente estabelecidos e a criação de câmaras de arbitragem para resolver conflitos não mostraram ser preocupações dos gestores, conforme são em países mais desenvolvidos.

Sob o ponto de vista do instrumento de Leal (2004), observando os resultados obtidos pode-se afirmar que a estrutura de propriedade e controle afeta diretamente e positivamente o valor de mercado das empresas, mensurado pelo  $q$  de Tobin. A variável IGC mostrou possuir poder de explicação sobre o ROA e o  $q$  de Tobin. Neste sentido, confirmaram-se os parâmetros do IBGC (2011) que discorre acerca de relação positiva entre evidenciação de informações contábeis e valor de mercado das companhias. Assim, quanto maior o tamanho da empresa, maior seu valor de mercado e maior a preocupação dos seus gestores com a implantação de mecanismos de Governança Corporativa, com o intuito de mostrar transparência a possíveis futuros investidores, que ajudam a financiar a estrutura da empresa. Este resultado corrobora o trabalho de Gotardelo (2006), que obteve relação significativa entre  $q$  de Tobin e Governança Corporativa.

A análise do instrumento de Almeida *et. al.* (2010) ilustrou a relação significativa entre IGC e ROA. O EBITDA/Ativo também mostrou ser influenciado pelo IGC. Assim, pode-se afirmar que a estrutura de propriedade e controle afeta a rentabilidade sobre o ativo. A relação entre valor de

mercado e ROA ilustrou que o valor de mercado da empresa afeta a sua rentabilidade sobre o ativo. As empresas que possuem maiores níveis Governança Corporativa, conseqüentemente transpassando maior transparência a futuros investidores, angariam novos acionistas, conseguindo capital para financiamento de suas atividades com necessidades menores de empréstimos e financiamentos. Isso afeta as rentabilidades, uma vez que estas empresas conseguem financiar suas atividades usando menos empréstimos e financiamentos, conseqüentemente evitando excessivas despesas com juros.

## 5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este capítulo contempla as conclusões finais do trabalho e as recomendações para pesquisas futuras sugeridas.

### 5.1 CONCLUSÕES

O processo de dispersão de capital das entidades, que ocorreu devido a fatores como a constituição das grandes empresas na forma de sociedades anônimas, a abertura de capital de empresas fechadas e o aumento do número de empresas listadas em bolsas de valores, o aumento do número de investidores no mercado de capitais, a crescente diversificação de suas carteiras e o conseqüente fracionamento da propriedade das companhias ocasionou os chamados conflitos de interesse entre acionistas e gestores.

A Governança Corporativa é um conjunto de mecanismos e recomendações que, por meio destes, os acionistas asseguram que vão obter retornos sobre os capitais investidos, evitando, com esta, os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Ela tem a função de promover aos acionistas e credores segurança, com o intuito de que estes não possam ser expropriados pelos agentes da mesma.

Neste contexto, o estudo objetivou analisar a relação Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas listadas no BM&FBOVESPA nos anos de 2008 à 2010. O primeiro objetivo específico era identificar índices para serem utilizados como *proxys* de evidenciação de práticas da governança corporativa em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Os índices selecionados para a pesquisa foram provenientes dos trabalhos de Leal (2004) e Almeida *et. al.* (2010). Ambos mensuram o nível de governança a partir de perguntas binárias, resultando num valor que evidencia quão transparente é ou não uma empresa.

O segundo objetivo específico consistia em identificar o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Para tal, foram selecionados os indicadores  $q$  de Tobin, EBITDA/Ativo, EBITDA/PL, ROA e ROE. O terceiro objetivo



específico era analisar a associação entre os itens constitutivos das práticas da governança corporativa com o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010, utilizando os instrumentos de Leal (2004) e Almeida *et. al.* (2010) para tal.

A população da pesquisa contemplou todas as empresas listadas que publicaram os dados de desempenho, exceto as empresas do setor financeiro, devido às suas características. A amostra contemplou 111 companhias.

O resultado obtido utilizando o instrumento de Leal (2004) evidenciou uma relação direta percebida entre valor de mercado das empresas e nível de divulgação. Este resultado ilustrou que quanto maior a evidenciação de informações, maior o valor de mercado das empresas. Além da relação significativa entre valor de mercado e governança corporativa, observou-se relação entre IGC e duas variáveis:  $q$  de Tobin e ROA.

Em relação ao instrumento de Almeida *et. al.* (2010), obteve-se relação estatisticamente significativa entre evidenciação de informações e rentabilidade sobre o ativo. Além desta, percebeu-se relação entre IGC e EBITDA/Ativo.

Sabendo que a questão de pesquisa do trabalho consistia em saber qual a relação da governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BM&FBOVESPA, a partir dos resultados verificou-se que a governança corporativa possui relação estatisticamente significativa com o desempenho econômico-financeiro, tanto quando abordam-se indicadores de desempenho (EBITDA/Ativo, EBITDA/PL, ROA e ROE), como quando trata-se de indicadores de mercado ( $q$  de Tobin). Esta relação corrobora a importância da governança corporativa no ambiente empresarial, mostrando que entidades com maior transparência maximizam seu valor de mercado e melhoram seu desempenho.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Esta dissertação não teve a intenção de esgotar o assunto trabalhado. Neste sentido, reforça-se a necessidade de estudos futuros, dos quais recomenda-se:

- Replicar a metodologia em uma amostra com um maior número de anos;
- Dividir a amostra em setores e realizar análises por setor;
- Introduzir variáveis de controle para controlar fatores como, por exemplo, tamanho da empresa;
- Dividir a amostra por níveis de governança atribuídos pela CMV: N1, N2 e Novo Mercado; e,
- Elaborar um novo instrumento de coleta de dados, uma vez que o mercado é dinâmico e está sujeito a alterações, como, por exemplo, a aprovação da Lei 11.638/07 que obrigou as empresas a utilizarem métodos internacionais de Contabilidade.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Heitor V., WOLFENZON, Daniel. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. **The Journal of Finance**. v. LXI, n. 6, December, 2006.

ALMEIDA, Moisés Araujo. **Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2008.

ALMEIDA, Moisés Araújo; SANTOS, Josete Florêncio; FERREIRA, Lúcio Flávio Vieira de Medeiros ; TORRES, Fernando José Vieira. Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital a aberto não listadas em bolsa. **Revista RAC**. Curitiba, v. 14, n. 5, art. 8, p. 907-924, set/out. 2010.

ANDRADE, Lélis Pedro. **Governança Corporativa: Estrutura dos conselhos de administração e sua relação com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto**. Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Lavras como parte das exigências do Curso de Mestrado em Administração, Minas gerias, 2008.

ANDRADE, Lélis Pedro; SALAZAR, German Torres; CALEGÁRIO, Cristina Lélis Leal; SILVA, Sabrina Soares. Governança corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie – RAM**. v. 10, v. 4. São Paulo. jul/ago 2009.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ARELLANO, Manuel.; BOND, Stephen. **Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations**. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297, 1991.

BACKERS, Rosemary Gelatti; BIANCHI, Márcia; RATHKE, Verenise; GASSEN, Viviane Joseli Kruger. Governança Corporativa e performance organizacional: Descrição de estudos sobre o tema. In: **Anais do Congresso do CFC**, Brasília, 2006.

BAEK, Jae-Seung, KANG, Jun-Koo, LEE, Inmoo. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols. **The Journal of Finance**. v. LXI, n. 5, October, 2006.

BALTAGI, Badi H. **Econometric analysis of panel data**. New York: John Wiley, 1996.

BARBOSA, Victor da Silva. **Níveis de governança corporativa: Rentabilidade e Valorização**. Trabalho de conclusão de curso (graduação) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

BARROS, Aidil de Jesus Paes; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Projeto de pesquisa: Propostas metodológicas**. Petrópolis: Vozes, 1999

BARROS, Lucas Ayres. **Métodos Estatísticos Aplicados a Finanças** – notas de aulas. Pós-graduação FEA/USP. Maio. 2004. São Paulo.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2009.

BHAGAT, Sanjai, JEFFERIS, Richard. **The Econometrics of Corporate Governance Studies**. 1st ed. Massachusetts Institute of Technology, 2002. 114 p.

BLACK, Bernard, JANG, Hasung, KIM, Woochan. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, Fall, 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=311275>. BØHREN, Øyvind, ØDEGAARD, Bernt Arne. Governance and performance revisited. **ECGI finance working paper, n. 28/2003**, September, 2003. Disponível em [http://ssrn.com/abstract\\_id=423461](http://ssrn.com/abstract_id=423461). Acesso em Setembro/2010.

BLACK, Bernard. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001.

BOFF, Marines Lucia; PINTO, Juliana; SCARPIN, José Eduardo. **A Relevância da Informação Contábil e o Mercado de Capitais: Uma Análise Empírica das Empresas Listadas no Índice Brasil**. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: 2007. Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2007.

BRANDÃO, Mônica Mansur; BERNARDES, Patrícia. **Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras**. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 29, 2005, Brasília. Anais. Brasília: ANPAD, 2005.

BROWN, Lawrence, CAYLOR, Marcus. Corporate governance and firm performance, December, 2004. **NBER Working Paper**. Disponível em [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=586423](http://papers.ssrn.com/abstract_id=586423). Acesso em Setembro/2010.

BRUERE, Augusto José; SILVA, Wesley Mendes; SANTOS, Josete Florêncio. Aspectos da governança corporativa de empresas listadas na Bovespa: Um estudo exploratório sobre a composição e perfil dos conselhos de administração. **Revista de Administração e contabilidade da Unisinos**. p. 149-159, maio/agosto 2007.

BRUNI, Adriano Leal. **Estatística Aplicada à Gestão Empresarial**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

CADBURY Report. **London Stock Exchange**, 1992. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/codes/country\\_pages/codes\\_uk.htm](http://www.ecgi.org/codes/country_pages/codes_uk.htm)>. Acesso em Setembro/2010.

CAMPBELL, J.; LO, A.; MACKINLAY, C. **The Econometrics of Financial Markets**. Princeton University Press, Princeton, NJ, 1997.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz, SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Dual-Class Premium, Corporate Governance, and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market. **Journal of Corporate Finance**, 2007.

CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 103-121, 1998.

COLAUTO, Romualdo Douglas. **Metodologia para evidenciar a influência de *accruals* no lucro contábil por meio da demonstração de origens e aplicações de recursos**. 2005. 214 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção). Programa de Pós-graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005.

COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria. **Um estudo sobre a influência de *accruals* na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas**. RAC, v. 10, nº 2, PP. 95-116, abr./jun. 2006.

COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria; SOUSA, Marco Aurélio B. **Um estudo sobre a influência de *accruals* na correlação entre lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas**. In. ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 27., 2003, Atibaia, SP. **Anais**. Curitiba: Associação Nacional dos Programas de Administração – ANPAD, 2003. CD-ROM.

CONYON, Martin J., READ, Laura E. A Model of the Supply of Executives for Outside Directorships. **Journal of Corporate Finance**. v. 12. p. 645-659. 2006.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COSTA, Gustavo da Silva. **A Influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

CUSTODIO, Marco Aurélio; FILHO, Jorge Ribeiro de Toledo; TINOCO, João Eduardo Prudêncio; ELIAS, Paulo Roberto. Caracterização da governança corporativa no Brasil e a importância da evidenciação nos informes contábeis. In: **Anais do Congresso USP de Contabilidade e Controladoria**, São Paulo, 2007.

DAMI, Anamélia Borges Tannús. **Governança corporativa: Estrutura de propriedade, desempenho e valor- uma análise de empresas brasileiras.** Dissertação (mestrado) - Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.

DEMSETZ, Harold, VILLALONGA, Belén. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance.** v. 7, p. 209-233, 2001.

DENIS, Diane, McCONNELL, John. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis.** v. 38, n. 1, p. 1-36, March, 2003.

DOIDGE, Craig, Andrew, KAROLYI, George A., e STULZ, René M. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more. **Journal of Financial Economics.** 2003.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; COLAUTO, R. D. Modelos Econométricos para Dados em Painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças. In: Jorge Lopes, José Francisco Ribeiro Filho, Marcleide Pederneiras. **Educação Contábil: tópicos de ensino e pesquisa.** São Paulo: Atlas, 2008. p.254-274.

DYCKMAN, T.; MORSE, D. **Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis.** 2. Ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

EVAN, W.; FREEMAN, R. E. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism. **Ethical Theory and Business.** 5. ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1988.

FAMA, Eugene, JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-327, June, 1983.

FAMÁ, Rubens, BARROS, Lucas Ayres B. C. *Q* de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 07, n. 4, outubro/dezembro 2000.

FISCHMANN, Adalberto Américo; ZILBER, Moisés Ari. Utilização de indicadores de desempenho para a tomada de decisões estratégicas: um sistema de controle. **Revista de Administração Mackenzie.** São Paulo. Ano 1, n.1, p. 9-25.

FORTUNA, Eduardo Luiz Peixoto. **A governança corporativa no sistema bancário – Uma visão orientada aos depositantes, credores e à sociedade.** Tese (doutorado) – Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

GILLAN, Stuart L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. **Journal of Corporate Finance.** v. 12, p. 381-402. 2006.

GOTARDELO, Davi Riani. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: Uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado.** Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.

- GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª tiragem, 2006.
- GUNTHER, Hartmut. Pesquisa Qualitativa *Versus* Pesquisa Quantitativa: Esta É a Questão. **Psicologia: Teoria e Pesquisa**. Mai-Ago 2006, Vol. 22 n. 2, pp. 201-21.
- HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. Teoria da Contabilidade. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review of the Federal Reserve Bank of New York**, v. 9, n. 1, p. 7-36, 2003.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Org.). **Governança Corporativa em Empresas de Controle Familiar: Casos de Destaque no Brasil**. Ed. Saint Paul Institute of Finance. 1ª ed., São Paulo, 2006. 359p. Introdução e caps. 1 e 2. p. 15-60.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Janeiro, 2004. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em Setembro/2010.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. Teoria da Contabilidade. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, October, 1976.
- JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1. ed. Harvard University Press, 2001. 320p.
- KLANN, Roberto Carlos; BEUREN, Ilse Maria; HEIN, Nelson. Impacto das diferenças entre as normas contábeis brasileiras e americanas nos indicadores de desempenho de empresas brasileiras com ADRs. **Revista Brazilian Business Review**. Vitória, Vol. 6, No 2, Art. 3, p. 154-173, Mai - Ago 2009.
- KLAPPER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper** n. 2818, April, 2002.
- LAMEIRA, Valdir de Jesus. Governança Corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileira: Uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras. Tese (Doutorado) – apresentada à Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. **Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable**, São Paulo, April 2000.

LEAL, Ricardo P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, Ricardo P.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; FERREIRA, Vicente Antonio de Castro. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais, 2002.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. Finanças corporativas no Brasil. **Revista RAE Eletrônica**. v. 2, n. 2, jul/dez. 2003.

LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile), Inter-American Development Bank, **Latin American Research Network, Research Network Working Paper #R-514**, 2005. Disponível em [http://www.iadb.org/res/pub\\_desc.cfm?pub\\_id=R-514](http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514). Acesso em Setembro/2010.

LEAL, Ricardo. P., Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração de Empresas da USP – RAUSP**, v. 39, n.4, p. 327-337, 2004.

LINDENBERG, E.; ROSS, S. Tobin's q Ratio and Industrial Organisation. **The Journal of business**, v.1, p.1-32, Vol 1, p. 1-32, 1981.

LIMA, Junia Alves. **Governança corporativa e seus impactos na rentabilidade de ações da Bovespa de 2005 a 2007**. Dissertação (mestrado) – Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, Belo Horizonte, 2008.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem**. 2ª. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2005.

LOPES; Alexsandro Broedel. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomsom Learning, 2002.

LUZ, Antonio Thadeu Mattos; Pagliarussi, Marcelo Sanshes; TEIXEIRA, Arilda Magna Campanharo ; BAPTISTA, Ézio Carlos. Uma investigação sobre a relação entre atribuições em causa própria e governança corporativa. **Revista Brazilian Business Review**. Vitória- ES. v. 6, n. 2, p. 191-208, mai/ago 2009.

MAGALHÃES, Sérgio Ricardo; ANDADE, Ednaldo Antônio. Testes à igualdade dos parâmetros de um modelo de regressão: Uma aplicação especial das variáveis binárias (DUMMY). **Revista E-xacta**. Belo Horizonte, v. 2, n. 3, Dezembro 2009.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMATO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações da IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças – UPS**, São Paulo, 2008.



MARQUES, Luiz David. Modelos dinâmicos com dados em painel: Revisão de leitura. In: **Anais do Congresso do Centro de Estudos Macroeconômicos**. Universidade do Porto. Workin Paper 100. 2009.

MARQUES, Maria da Conceição. Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público. **Revista RAC**. v. 11, n. 2, abr/jun. 2007.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2000. 116p.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MELLO, Juliana Salvador Ferreira. **O impacto da governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil**. Dissertação (mestrado)- Programa de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2007.

MELLO, Othon Pereira. **Governança corporativa x desempenho das ações: um estudo das empresas do setor de energia no âmbito da Bovespa**. Dissertação (mestrado) – Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, Belo Horizonte, 2007.

MONKS, Robert, MINOW, Nell. **Corporate Governance**. 3a ed. Blackwell Publishers, 2003. 464p.

MORCK, Randall K. (editor). **A History of Corporate Governance Around the World**. 1. ed. National Bureau of economic Research – NBER, Chicago. 2005. 687p. cap. 1. p. 1-64.

NEVES, Antonio Jose Barbosa. **A performance e as estruturas de governança corporativa das firmas com a introdução da variável exploratória grupo estratégico**. Dissertação (mestrado) - Programa de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: **XXVIII ENANPAD - ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD**, Curitiba, 2004.

OLIVEIRA, Gabriel Henrique. **Consolidação de novo mercado: Análise de custos e benefícios das boas práticas de governança corporativa**. Dissertação (mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo como parte dos requisitos para a obtenção do Título de Mestre em Engenharia de Produção, São Carlos, 2008.

OLIVEIRA, Rodrigo Miguel. **A influência dos investidores institucionais nas políticas de governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

OXELHEIM, L, RANDØY, T. **The impact of foreign board membership**. Working paper 567, 2001.

PEROBELLI, Fernanda F. Cordeiro; PEROBELLI, Fernando S.; ARBEX, Marcelo Aarestrup. **Expectativas racionais e eficiência informacional: análise do mercado acionário brasileiro no período 1997-1999**. Rev. adm. contemp. vol.4 no.2 Curitiba Mai/Ago. 2000.

PINTO, Gilze Mary Vasconcellos de Souza. **Governança Corporativa e o desempenho das cooperativas de crédito do Brasil**. Dissertação (mestrado) - Curso de Mestrado em Ciências Contábeis do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2008.

RABELO, F.; SILVEIRA, J. M. **Estrutura de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. Revista do Instituto de Economia – Universidade Estadual de Campinas, n. 77, jul/1999.

REESE, William, WEISBACH, Michael. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the U.S., and subsequent equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 66, n. 1, p. 66-105, October 2002.

RIBEIRO, Maria Célia Vilela. **Governança corporativa: Um estudo do impacto de seus mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros**. Dissertação (mestrado) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009.

RICARDINO, Álvaro; MARTINS; Sofie Tortelboom Aversari. Governança corporativa: Um novo nome para antigas práticas? **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, n. 36, p. 50 - 60, set/dez 2004.

RODRIGUES, Margarida Maria Silva. **Estudo corporativo das empresas de setor energético que aderiram níveis diferenciado de governança corporativa**. Dissertação (mestrado) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009.

SAITO, R. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**. Rio de Janeiro, v.23, n.1, p. 77-109, May, 2003.

SAITO, Richard, DUTRA, Marco G. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. RAC – Revista de Administração Contemporânea. v. 6, n. 2, p. 9-27, maio/agosto, 2002.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Maceli. Governança corporativa: Custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista RAE Eletrônica**. São Paulo. v. 48, n.2. abr/ jun. 2008.

SALMASI, Silva Vidal. **Governança Corporativa e custo de capital próprio no Brasil**. Dissertação (mestrado) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SANTOS, Alexandre Pompeu. Governança corporativa e desempenho em instituição privadas de ensino superior: Um estudo de caso em Minas Gerais. **Revista Contabilidade UFBA**. Salvador-Ba. v. 2, n. 3, p. 79-94. set/dez. 2008.

SANTOS, Joséte Florêncio. **Governança Corporativa das empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas e não-listadas em bolsa**. Tese (doutorado) – Instituto COPPEAD de

SANTOS, Rafael L., SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Board Interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, dezembro 2007.

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

SILVA, Edna Lúcia; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação**. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVA, Orlando Monteiro da; CRUZ JR. José César. **Dados em painel: uma análise do modelo estatístico**. In: SANTOS, Maurinho Luiz dos; VIEIRA, Wilson da Cruz (Org.). **Métodos quantitativos em economia**. Viçosa, MG: Imprensa Universitária, 2004.

SILVA, André Luiz Carvalhal; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**. São Paulo. v. 3, n. 1, p. 1–18. 2005.

SILVA, Marcelo Castro Domingos. **A adesão de boas práticas de governança corporativa e seus impactos sobre a avaliação financeiras das companhias abertas**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009.

SILVA, Wesley Mendes; ANDRADE, José Mauro Ferraz; FAMÁ, Rubens; FILHO, José Arnaldo Maluf. *Disclosure* via *website* corporativo: Um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro. **Revista RAE Eletrônica**. São Paulo. v. 49, n.2 . abr/jun. 2009.

SILVA, Wesley Mendes; GRZYBOVSKI, Denize. Efeitos da governança corporativa empresarial sobre o *turnover* de executivos no Brasil: Comparando empresas familiares e não-familiares. **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo. v. 7, n.1, p. 45-70.

SILVA, Wesley Mendes; ROSSONI, Luciano; MARTIN, Diógenes Leiva; MARTELANC, Roy. A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do novo mercado da BOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**. v. 6, n. 3, p. 337–358. São Paulo, 2008.

SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa. São Paulo: 2002. Dissertação de mestrado apresentada a FEA/USP.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, LEAL, Ricardo Pereira Câmara, CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz, BARROS, Lucas Ayres. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. June, 2007. **Working Paper** disponível em <http://ssrn.com/abstract=995764>. Acesso em Setembro/2010.

SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A. B., FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **RBFIN – Revista Brasileira de Finanças**, São Paulo, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade**. Ed. Saint Paul Institute of Finance. 1ª ed., São Paulo, 2006. 250p.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (doutorado) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Ed. Saint Paul Institute of Finance. 1ª ed., São Paulo, 2005. 181p.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Ed. Saint Paul Institute of Finance. 1ª ed., São Paulo, 2005. 181p.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista RAE Eletrônica**. v. 43, n. 3. jul/set. 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**. v. 4, n. 1, p. 1–30. São Paulo, 2007.

SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras - um estudo empírico. **RAE/FGV – Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**. v. 43, n.3, julho/agosto/setembro, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., SILVEIRA, Héber P. Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. **IV Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho, Anais, 2004 (CD-ROM). Disponível em <http://www.sbfin.org.br>. Acesso em Setembro/2010.

SILVEIRA, Alexandre M., LANZANA, Ana Paula, BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo**. v. 39, n.4, outubro/novembro/dezembro, p. 362-372, 2004.

SILVEIRA, Alexandre M., YOSHINAGA, Cláudia E., BORBA, Paulo F.. Crítica à Teoria dos Stakeholders como Função-Objetivo Corporativa. **Caderno de Pesquisas em Administração da USP**, v. 12, n. 5, p.33-42, janeiro/março, 2005.

SOARES, T. Diana L. v. A. de Macedo; RATTON, Cláudio A. Medição de desempenho e estratégias para o cliente: resultados de uma pesquisa de empresas líderes no Brasil. **RAE-Revista de Administração de Empresas**. São Paulo v. 39, n. 4 . Out./Dez. 1999.

SOUZA; Everson Manoel; MARCON, Rosilene. Desempenho econômico e de mercado das empresas conforme sua classificação dos níveis de Governança Corporativa. In: **Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção**, 2006.

STEVENSON, W. J. **Estatística Aplicada à Administração**. São Paulo: Harbra, 1986.

TAKAMATSU, Renata T.; LAMOUNIER, Wagner M.; COLAUTO, Romualdo D. **Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa**. Revista Universo Contábil, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, jan./mar. 2008.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**. São Paulo. n. 42, p. 35 – 49. set/dez. 2006.

TIROLE, Jean. **The Theory of Corporate Finance**. 1. ed. Princeton University Press, 2006. 644p. cap. 1. p. 15-74.

VELASQUEZ, Maria Dolores Pohlmann. **A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas no N1, N2, e novo mercado da Bovespa**. Dissertação (mestrado) – Curso de Mestrado do Programa de Pós Graduação em Administração, Área de Concentração em Estratégia e Competitividade, da Universidade Federal de Santa Maria, Rio Grande do Sul, 2008.

VELOSO, Germany Gonçalves; MALIK, Ana Maria. Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas de saúde. **Revista RAE Eletrônica**. São Paulo. v. 9, n. 1, Art. 2, jan/jun. 2010.

VICTOR, Fernanda Gomes. **Características de Governança corporativa e os determinantes do nível de transparência da remuneração por meio de opção de ações**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2008.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n.22, p. 103-122, dez/2004.

WINTOKI, M. Babajide. **Endogeneity and the Dynamics of Corporate** . March, 2007. SSRN working paper disponível em <http://ssrn.com/abstract=970986>. Acesso em Setembro/2010.  
WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução a econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.