



GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR E DESEMPENHO ECONÔMICO: ESTUDO NAS MAIORES EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DA BM&BOVESPA

Renata da Silva Cunha
rehcunha@gmail.com
Mestrado em Administração

José Glauber Cavalcante dos Santos
Mestre em Administração
jglauber_cont@hotmail.com

Greyciane Passos dos Santos
Mestrado em Logística
greycianep@yahoo.com.br

RESUMO

Esta investigação caracteriza a relação entre a governança corporativa, o valor e o desempenho econômico no grupo das maiores firmas de capital aberto do Brasil, no ano-base 2015. Por meio dos segmentos de listagem e grau de qualidade composto por 5 dimensões e 14 assertivas de respostas binárias, mensurou-se a governança corporativa. As variáveis de valor e desempenho foram mensuradas pelo (i) Q de Tobin; (ii) Retorno dos Ativos; (iii) Retorno do Patrimônio Líquido e (iv) Lucro por Ação. A amostra final de 81 empresas é resultante das 100 maiores firmas segundo a Revista Exame Melhores e Maiores de 2016. Os resultados apontaram relação positiva e significativa entre os segmentos de listagem e a variável Q de Tobin. Verificou-se ainda que não foi obtida relação significativa entre os segmentos de listagem e as variáveis de desempenho e que o grau de qualidade da governança também não obteve relação significativa com o valor e desempenho dessas firmas. Conclui-se que a adesão aos níveis diferenciados de governança poderia contribuir para melhoria da avaliação das firmas perante o mercado, não possuindo o efeito similar no desempenho contábil. O estudo revela que algumas dimensões da governança podem ser importantes para a avaliação e o desempenho: estrutura de propriedade e controle, ambiente externo e a relação com investidores.

Palavras-chave: Assimetria Informacional. Conflito de Agência. Mercado de Capitais.

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais tem se desenvolvido progressivamente e esse acontecimento estimula o crescimento das empresas, da mesma forma que



proporciona a ampliação das fontes de financiamento. Isso possibilita que as firmas se desenvolvam tecnologicamente e invistam em aumentos de produtividade. Principalmente a partir do século XX, diante de todo o processo de desenvolvimento e crescimento das empresas, paralelamente à adesão de novos acionistas controladores, houve a dissociação entre a figura dos gestores e dos proprietários que antes eram a mesma pessoa na empresa (PAIVA; OLIVEIRA; PEIXOTO, 2015).

Decorrente da separação de papéis dentro das empresas, onde o poder de decisão passa a ser delegado aos administradores, enquanto os acionistas perdiam o controle da organização, surgiram conflitos de interesse entre os gestores (agentes) e proprietários (principais). Esses confrontos são denominados como “conflitos de agência clássicos” (SILVEIRA, 2002).

Conforme Silveira (2002), ante tais acontecimentos surge a Governança Corporativa, responsável por eliminar ou mesmo reduzir os conflitos de agência resultantes dos confrontos de interesses entre gestores e acionistas. Seu principal objetivo é a criação de um conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e monitoramento que alinhassem os interesses dos gestores, proprietários e *stakeholders*.

O tema governança corporativa possui uma importância emergente e é alvo de vários estudos, sob a pressuposição de que a adoção de boas práticas de governança poderia afetar o valor das empresas, bem como seu desempenho econômico, positivamente. Deve-se isso ao fato de que o alinhamento de interesses proporcionaria maior eficiência dos recursos, além de repassar ao mercado “sinais” de confiabilidade da gestão. Nesse sentido, diversos códigos de governança foram criados com o propósito de propor uma estrutura de mecanismos voltados a combater o conflito de agência. No Brasil, destacam-se os códigos do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Imobiliários (CVM) (SILVEIRA, 2002). Ressalta-se também, como iniciativa em prol da governança corporativa a criação dos segmentos diferenciados de listagem pela BM&FBovespa.

Dentre os mecanismos direcionados a resolver os conflitos de agência e assegurar o controle da propriedade acerca da gestão, encontram-se listados o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho Fiscal (IBGC, 2015). O código da CVM destaca que o conselho de administração tem dever de trabalhar de forma a proteger o patrimônio da empresa, alcançar seu objeto social e aconselhar a diretoria, buscando a maximização do retorno para os acionistas e acrescentar valor à empresa.

Segundo explicam Silva e Leal (2005), a estrutura da governança corporativa é de grande importância por influenciar diretamente a eficiência do mercado de controle corporativo podendo ter um impacto positivo na análise e no desempenho das empresas. Devido ao conflito de agência associado à gestão das firmas, mitigado pela governança, os investidores tornam-se pessimistas no que diz respeito ao desempenho da empresa.

Tavares Filho (2006) coloca que a governança corporativa é um conjunto de decisões e práticas de gerenciamento voltadas para a definição e controle do desempenho econômico. Em função disso, a governança corporativa tem aspectos próprios para ampliar as bases estratégicas para a criação de valor, como a redução dos riscos internos e externos relativos ao negócio, a redução das mudanças dos resultados e a conquista da credibilidade junto a *stakeholders*.

Diante do exposto, esta pesquisa responde ao seguinte questionamento: **Como estão relacionados a governança corporativa, o valor e o desempenho econômico nas maiores empresas de capital aberto da BM&FBovespa?** O objetivo geral deste estudo é caracterizar a relação entre governança corporativa, valor e desempenho econômico no grupo das maiores firmas de capital aberto da BM&FBovespa. Os objetivos específicos são: (i) evidenciar o nível de adoção das práticas de governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa; (ii) mensurar o valor e o desempenho econômico das firmas investigadas, traçando-se um perfil; (iii) determinar o grau de correlação entre a governança corporativa, o valor e o desempenho econômico no mercado acionário brasileiro.



Este estudo justifica-se ante a importância e relevância que a governança corporativa possui para as empresas de capital aberto, para o mercado de capitais e o crescimento do país, tornando necessárias pesquisas que investiguem e discutam o tema. Ademais, relacionar governança corporativa e desempenho, ajuda a certificar se a governança, de fato, auxilia na criação de valor para os acionistas (FERREIRA, 2012). Todavia, Black, Jang e Kim (2006) afirmam que este efeito universal que a governança corporativa parece ter sobre o valor e o desempenho permanece indefinido, sendo essa lacuna no campo de estudo da contabilidade.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR E DESEMPENHO

A governança corporativa surgiu com a necessidade de superar os conflitos de agência decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão, onde o proprietário atribui ao gestor o poder de decisão sobre a firma. Porém, como as decisões do executivo nem sempre condizem com os interesses dos acionistas, criou-se o conflito de agência (ABREU et al, 2011). Além dos conflitos de agência, a assimetria informacional se enquadra como outro fator advindo da separação entre propriedade e gestão. Ela se refere a diferenças em informações disponíveis aos administradores e aos acionistas (MACHADO; FAMÁ, 2011).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015) define a governança corporativa como sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre várias pessoas e setores, como proprietários, conselho de administração, diretoria e os diversos órgãos de controle. Portanto, a governança corporativa visa alinhar os interesses dos agentes (gestores) e principais (acionistas) através do controle e monitoramento de gestores, buscando preservar o valor da firma e facilitar o acesso aos recursos diversos, tendo como consequência promover a longevidade da empresa.

No Brasil, o debate em torno da governança corporativa ganha força consideravelmente na década de 90, com o objetivo de resolver os conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários (SIRQUEIRA; KALATZIS;

TOLEDO, 2007). Dentre os fatores determinantes para isso, Leão (2010, p. 12) põe “a abertura da economia brasileira ao exterior; o aumento dos investimentos externos no país; o crescente acesso das companhias brasileiras ao mercado externo; o processo de privatização; e o Plano Real (eliminação da alta inflação)”.

Dentre os diversos mecanismos utilizados para estimular e aperfeiçoar a governança corporativa das empresas brasileiras ressaltam-se: (i) a Lei 6.404/76 das Sociedades por Ações; (ii) atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de capitais; (iii) o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa (CBPGC) do IBGC; e as (iv) recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (SILVA, 2004).

Nos Estados Unidos, em 2002, a Lei Sarbanes-Oxley foi promulgada como resultado às fraudes que envolveram grandes corporações. Tal lei determinou regras para a padronização e melhoria dos controles financeiros das firmas com ações na Bolsa de Nova Iorque (NYSE), das suas filiais e, conseqüentemente, na economia brasileira, que deverá controlar a implantação da legislação. A referida lei tem propósito de proporcionar maior transparência nas informações emitidas pelas empresas, maior independência nos órgãos de auditoria, resultados confiáveis e punições rigorosas contra fraudes (FERREIRA, 2012).

Graças às sofisticadas técnicas de fraudes empregadas pelos executivos das empresas fraudadoras, Silva *et al.* (2007) afirmam que a Lei Sarbanes-Oxley criou um organismo para regular as empresas responsáveis pela auditoria, determinando punições e responsabilidades dos executivos a fim de recuperar o equilíbrio no mercado de capitais. Como marco, essa lei definiu como obrigatória a existência dos comitês de auditoria (SORRENTINO; VICENTE; TEIXEIRA, 2016). O comitê de auditoria é relevante para a estrutura de governança corporativa das firmas e suas funções consistem em assessorar o conselho de administração na análise das demonstrações financeiras, monitorar controles internos, gerenciar os riscos dos negócios e a supervisionar os auditores externos (ERNST & YOUNG, 2012).

O conselho de administração, outro importante instrumento de governança, por sua vez, é um dos mecanismos internos para o alinhamento de interesses e tem

papel fundamental nas empresas. Possui características essenciais, sendo encarregado de decidir sobre quatro das cinco questões decisivas da governança corporativa: (i) os conflitos de agência; (ii) custos de agência; (iii) direitos assimétricos e (iv) alinhamento de interesses, segundo Andrade e Rossetti (2014).

Em 2000, a Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, com a intenção de desenvolver o mercado de capitais (SILVA; NARDI; JUNIOR, 2012). Para Andrade e Rossetti (2014), a criação dos NDGC demarca iniciativas que respondem à demanda por melhores práticas de governança das empresas no Brasil. Tal fato viabilizou um meio social de negociação que incentiva o interesse de investidores e a valorização das empresas, segundo Machado e Famá (2011). Estes níveis estabelecem o grau de adoção de melhores práticas de governança corporativa, sendo a adesão voluntária pelas empresas, mas as regras estipuladas pela BM&FBovespa (LEÃO, 2010).

A seguir, o Quadro 1 evidencia a comparação entre algumas das regras dos segmentos de listagem diferenciados em relação ao mercado tradicional (Nível Básico) da BM&FBovespa.

Quadro 1 – Comparativo dos segmentos de listagem

Aspectos	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Básico
Ações	Apenas ON	ON e PN (direitos adicionais)	ON e PN (legislação)	ON e PN (legislação)
Free float	Mínimo de 25%	Mínimo de 25%	Mínimo de 25%	Não há regra
Distribuição de ações	Esforço para dispersão acionária	Esforço para dispersão acionária	Esforço para dispersão acionária	Não há regra
Composição do conselho	Mínimo 5 membros; 20% independente; mandato de 2 anos	Mínimo 5 membros; 20% independente; mandato de 2 anos	Mínimo 3 membros (legislação); mandato de 2 anos	Mínimo 3 membros (legislação)
Acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente não são os mesmos	Presidente do conselho e diretor presidente não são os mesmos	Presidente do conselho e diretor presidente não são os mesmos	Não há regra
Demonstrações	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme a legislação	Conforme a legislação
Reunião pública anual	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Divulgação	Política de	Política de	Política de	Não há regra

adicional	negociação de valores e mobiliários e código de conduta	negociação de valores e mobiliários e código de conduta	negociação de valores e mobiliários e código de conduta	
Tag along	100% para ON	100% para ON e PN	80% para ON (legislação)	80% para ON (legislação)

Fonte: Adaptado de BM&FBovespa (2017).

Como se pode observar, empresas pertencentes aos níveis diferenciados possuem maior compromisso com práticas que favorecem a relação agente-principal e reduzem os conflitos de agência, ou seja, são incentivadas. As boas práticas de governança corporativa são embasadas em quatro princípios fundamentais. As empresas adeptas à “boa governança” e que respeitam esses quatro pilares, em tese, são melhor avaliadas pelo mercado. O Quadro 2 demonstra o que representa cada um desses princípios básicos da governança corporativa.

Quadro 2 – Pilares da governança corporativa

Princípio	Descrição	Base teórica
Transparência (<i>Disclosure</i>)	Disponibilizar informações que sejam de interesse de todos os stakeholders e não apenas aquelas impostas por disposições dos regulamentos	Abreu <i>et al.</i> (2011)
Equidade (<i>Fairness</i>)	Tratamento justo e imparcial de todos os sócios e <i>stakeholders</i> , considerando seus direitos, deveres	IBGC (2015)
Prestação de contas (<i>Accountability</i>)	Prestar contas de sua atuação sendo claro, conciso e tempestivo, assumindo atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis	IBGC (2015)
Responsabilidade social corporativa	Os gestores devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade e integrando considerações de ordem social e ambiental na definição de negócios e operações	Ferreira (2012)

Fonte: Elaborado pelos autores com base na revisão da literatura.

Os pilares da governança corporativa são, portanto, os valores fundamentais que irão nortear a gestão da firma, bem como a sua contabilidade, sob a prerrogativa do alinhamento de interesses entre os *stakeholders*. Para Silveira (2002), a governança corporativa é um tema de progressiva importância, pois difunde a teoria de que a estrutura de governança afeta o valor da empresa. Teoricamente, com uma estrutura de governança compatível com as boas práticas,



as firmas devem alcançar resultados positivos e assim sejam mais eficientes e melhor avaliadas no mercado. Esse reflexo, sentido refletido no preço de suas ações, traria diferenciação frente as empresas que não se adequem às boas práticas. Entretanto, Black, Jang e Kim (2006) expõem que tal efeito da governança corporativa em relação ao valor da firma e desempenho permanece inconclusivo.

Conforme Callado, Callado e Almeida (2008), mediante a mensuração do desempenho é possível conseguir relatórios e indicadores capazes de demonstrar como a empresa está em relação às metas definidas. Assim, pode-se inferir que medir o desempenho e ter conhecimento do mesmo é uma ação estratégica que pode auxiliar os gestores na tomada de decisão. Tavares Filho (2006) discorre sobre o valor de mercado de uma empresa como sendo determinado a partir das transações de compra e venda das ações da firma no mercado. Portanto, quanto menor for a assimetria informacional sobre as transações e planos da empresa, maior será a qualidade desse valor. Nesse sentido, a governança corporativa emerge como instrumento favorável para o aprimoramento do processo de avaliação do negócio, contribuindo para a sustentabilidade da firma em razão da fiscalização da ação de gestores.

A colaboração da governança corporativa como um elemento favorável à eficiência do negócio, refletida nos diversos indicadores de desempenho das firmas, foi objeto de estudo em diversas pesquisas. Ferreira *et al.* (2013) afirma que ao adotarem mecanismos de governança com o intuito de atender a normas institucionais ou por estarem listadas em segmentos especiais, como o Novo Mercado e os Nível 1 e 2, da BM&FBovespa, as empresas tornam-se mais atrativas perante o mercado, favorecendo a captação de recursos e diminuindo o seu custo. O menor custo de capital influencia positivamente o desempenho, colaborando para o aumento do valor e a rentabilidade da empresa.

Tavares Filho (2006) diz que quando uma firma agrega boas práticas de governança, os reflexos dessa conduta não se verificam apenas na redução dos custos, mas também na valorização das ações no mercado, resultante da redução da assimetria informacional em razão do aumento da transparência, no tratamento

mais justo para todos os acionistas, na redução de custos de capital, dentre outros. O Quadro 3 apresenta uma síntese de estudos empíricos que evidenciam os impactos da adoção de práticas de governança corporativa sobre o desempenho e/ou valor das empresas, destacando-se principalmente o objetivo das pesquisas e os principais resultados que foram relatados.

Quadro 3 – Estudos empíricos anteriores

Autoria	Objetivo	Resultados
Silveira (2002)	Verificar se o valor de mercado e o desempenho da companhia aberta brasileira se relacionam significativamente com sua estrutura de governança corporativa, definida pelas características do seu Conselho de Administração	Constatou-se que as empresas com pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas no mercado. A variável (<i>TOT</i>) apresentou relação não linear, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam melhor desempenho. A variável (<i>INDEP</i>) não apresentou relação significativa
Tavares Filho (2006)	Analisar se houve mudança significativa na rentabilidade e valor total de mercado das companhias, após adesão ao Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de governança corporativa na BOVESPA	Quando analisadas em conjunto, verificou-se uma mudança significativa positiva no Retorno dos Ativos (ROA), Retorno do Patrimônio Líquido (ROE) e valor médio das empresas, após a adesão ao NM. Individualmente, 63,64% aceitaram a hipótese de que houve mudança positiva no valor. Para o ROA (27,27%) e ROE (31,82%)
Lameira e Ness Júnior (2011)	Identificar fatores determinantes para a qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras, dentre os quais o desempenho (ROA e ROE) e a razão valor de mercado e patrimônio líquido (<i>market-to-book</i>)	Em relação às variáveis de desempenho, não foram encontradas relações consistentes, ou seja, no modelo adotado, o desempenho não se configurava determinante da governança corporativa
Ferreira (2012)	Identificar efeitos de mecanismos de governança corporativa no valor de mercado, rentabilidade e eficiência técnica de empresas de capital aberto no Brasil	Comparativamente a outras variáveis de desempenho, a utilização dos escores de desempenho obtidos por meio da Análise Envoltória de Dados (DEA) mostra-se uma alternativa de relevância para o campo de estudos em governança corporativa
Lopes (2012)	Investigar se a estrutura da governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras e se as companhias com práticas de governança adequadas às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho	Constatou-se que empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho foram mais valorizadas pelo mercado. Constatou-se que as empresas com grau de independência mais elevado tiveram desempenho inferior às demais. A variável <i>Free-float</i> apresentou correlação negativa com o valor das empresas. As variáveis de adesão dos níveis de governança não apresentaram relação significativa
Catapan,	Verificar o efeito da Governança	Os resultados não indicam efeito

Colauto e Barros (2013)	Corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado, em empresas brasileiras de capital aberto	estatisticamente significativo do Índice de governança corporativa sobre todas as variáveis de desempenho, cuja explicação pode estar associada ao instrumento de pesquisa proposto
Kaveski <i>et al.</i> (2015)	Verificar a associação da estrutura de propriedade com o desempenho das empresas familiares listadas na BM&FBovespa	Verificou-se que existe associação entre desempenho empresarial avaliado pelo ROA e o ROI e a estrutura de propriedade das empresas familiares, ao qual não ocorrem ao acaso. Porém, não foi possível afirmar que existe associação entre o ROE e a Estrutura de Propriedade
Camargos e Vilhena (2015)	Verificar se a adesão voluntária a padrões mais elevados de governança corporativa por parte de companhias brasileiras resultou na criação de valor e em desempenho econômico-financeiro superior após a adesão e comparativamente às companhias com ações listadas no mercado tradicional	Constatarem que as empresas que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas do que as do mercado tradicional, mas apresentam desempenho econômico financeiro pior (<i>EBIT</i> e lucro líquido)
Tavares (2016)	Analisar a relação entre governança corporativa e desempenho por meio dos níveis de governança	Evidenciaram que a adesão aos níveis de governança corporativa não teve relação positiva com nenhuma variável de desempenho analisada: ROA, ROE, <i>Ebtida/AT</i> , <i>Ebtida/PL</i> e Q de Tobin. Com base na Bolsa e na rede neural, houve alteração na significância estatística das variáveis do N1 e NGOV. Em relação aos N2 e NM, não houve alteração na significância estatística

Fonte: Elaborado pelos autores com base na revisão da literatura.

Os resultados dos estudos empíricos detalhados por meio do Quadro 3 sugerem que as práticas de governança corporativa, em geral, guardam relação favorável com o desempenho das empresas, principalmente em relação às métricas de valor de mercado. Contudo, como faz-se notório, as posições acerca do relacionamento investigado são inconclusas, já que, dentre os resultados apontados: (i) a adoção dos níveis de governança corporativa teria relação positiva com o valor das empresas; (ii) empresas que têm diretor executivo e presidente do conselho diferentes são mais valorizadas pelo mercado; (iii) o grau elevado de independência do conselho não possui relação significativa positiva com o valor e o desempenho; (iv) desempenho e valor não se mostram fatores determinantes da qualidade da governança, mas o oposto pode ser uma evidência aceitável. Assim, diante da

revisão dos estudos apresentada, esta pesquisa levanta as seguintes hipóteses a serem testadas:

H₁: Os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa têm relação positiva com o valor das empresas;

H₂: Os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa têm relação positiva com o desempenho das empresas;

H₃: O grau de qualidade da governança corporativa possui relação positiva com o valor das empresas;

H₄: O grau de qualidade da governança corporativa possui relação positiva com o desempenho das empresas.

Diante dos resultados dos estudos anteriores, constata-se a importância da investigação da governança corporativa como variável potencialmente agregadora de valor e desempenho. O presente estudo diferencia-se dos demais, pois avalia como a governança corporativa, a partir da perspectiva das práticas requeridas pela BM&FBovespa e de outras práticas além daquelas exigidas no mercado de capitais brasileiro, pode sinalizar sua contribuição para as firmas. Essa análise, considerando os desempenhos de mercado e econômico, pode ajudar os gestores com a adoção de estruturas de governança mais eficientes.

3 MÉTODO DA PESQUISA

3.1 Classificação do Estudo, População e Amostra

Esta pesquisa é classificada, quanto aos fins, como descritiva, porque de acordo com Gil (2008) estudos descritivos objetivam retratar características de certa população ou fenômeno, podendo também correlacionar variáveis. Esta pesquisa investiga como fenômeno a possível contribuição da governança corporativa no desempenho das maiores empresas de capital aberto do Brasil, segundo a Revista Exame Melhores e Maiores (2016). Dentre todas as características deste tipo de investigação, uma das mais significativas refere-se à aplicação de padronização às técnicas de coleta de dados. Quanto aos meios de coleta, a pesquisa é documental, porque tem como fonte de dados as Demonstrações Financeiras Padronizadas

(DFP) e os Formulários de Referência (FR) das empresas, disponibilizados e acessíveis na BM&FBovespa e na CVM. Os dados referem-se ao ano-base de 2015 (GIL, 2008). Toda a coleta foi realizada no período de janeiro a março de 2017. A pesquisa é quali-quantitativa, (i) porque caracteriza a governança corporativa a partir do conteúdo informativo extraído da leitura dos relatórios das empresas; e (ii) porque emprega à esta análise recursos e técnicas estatísticas (MORESI, 2003). Assim, para testar as hipóteses propostas pelo estudo, recorre-se à análise de correlação, que demonstra se há relacionamento linear entre duas variáveis, sem explicar causalidade (FIELD, 2009).

A amostragem do presente estudo é não probabilística e as empresas definidas, no início, foram as 100 maiores empresas de capital aberto, considerando-se a Revista Exame Melhores e Maiores (2016). Destas, 18 foram retiradas por comporem o setor financeiro, procedimento similarmente realizado por Kayo, Teh e Basso (2006). Os autores lembram que essas empresas, com regulamentações e peculiaridades específicas em seus setores econômicos, poderiam vir a dar viés indesejado às medidas adotadas. Além destas, uma outra firma foi excluída pois não dispunha dos documentos necessários para a coleta de dados no período em questão. Após as exclusões, a amostra definitiva do estudo permaneceu em 81 empresas de diferentes setores econômicos, como mostra a Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa distribuída por setor econômico de atuação

Setores de atuação	Empresas	
Utilidade Pública	25	31%
Consumo cíclico	13	16%
Consumo não cíclico	12	15%
Materiais básicos	10	12%
Bens Industriais	8	10%
Saúde	5	6%
Petróleo, gás e biocombustível	3	4%
Tecnologia da Informação	2	2%
Telecomunicações	2	2%
Exploração de imóveis	1	1%

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com a Tabela 1, os setores de utilidade pública, consumo cíclico e não cíclico, materiais básicos e bens industriais são aqueles mais representativos na amostra. Juntos eles somam 84% das firmas.

3.2 Variáveis

Com base na revisão posta no referencial teórico deste estudo, foram definidas medidas que representassem a governança corporativa. A primeira das medidas refere-se aos segmentos diferenciados da BM&FBovespa, medida ordinal. Foi assumido valor “1” para empresas do Nível Básico; valor “2” para empresas dos Níveis 2 e 1; e valor “3” para empresas do Novo Mercado, em função do nível de governança corporativa. A eleição dos segmentos como uma medida para a governança corporativa apoia-se nos trabalhos de Nishi (2003), Bridger (2006) e Lima *et al.* (2015). Para compor o grau da qualidade de governança corporativa, foram eleitas 5 dimensões que somadas totalizam 14 assertivas. As assertivas deveriam ser respondidas com “sim” (um ponto) ou “não” (nenhum ponto). Cada empresa obteve uma pontuação, representada em termos percentuais a partir da divisão da pontuação obtida pela pontuação total (14 pontos). No Quadro 4 são apresentadas as dimensões e variáveis empregadas no estudo para mensuração da qualidade da governança corporativa.

Quadro 4 – Base de mensuração da governança corporativa

Item	Dimensão 1 - Estrutura de propriedade e controle	Fonte
1.1	O controlador (ou grupo controlador) possui menos de 50% das ações ordinárias	Formulário de Referência Item 15.1/2 – Posição Acionária
1.2	O percentual de ações preferenciais é inferior a 20% do total do capital	Formulário de Referência Item 17.1 – Informações Capital Social
Item	Dimensão 2 - Ambiente institucional	Fonte
2.1	A empresa participa dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa	Segmento de listagem da BM&FBovespa
2.2	A empresa é emissora de American Depositary Receipt (ADR)	JP Morgan's ADR
Item	Dimensão 3 - Auditoria e conselho fiscal	Fonte
3.1	A empresa é auditada por uma Bigfour (Price, KPMG, Deloitte, Ernst & Young)	Demonstrações Financeiras Padronizadas - Pareceres e Declarações
3.2	Não houve parecer da auditoria com discordância de opinião/ressalva nas demonstrações financeiras padronizadas	Demonstrações Financeiras Padronizadas - Pareceres e Declarações

3.3	A empresa possui conselho fiscal permanente	Formulário de Referência Item 12.2 – Estrutura administrativa
Item	Dimensão 4 - Conselho de administração e constituição de comitês	Fonte
4.1	Os administradores possuem participação nos lucros	Formulário de Referência Item 13.1 – Política/prática de remuneração
4.2	O conselho de administração possui entre 5 e 9 membros	Formulário de Referência Item 12.6/8 – Composição e experiência profissional da administração e conselho fiscal
4.3	Mais de 50% dos conselheiros são independentes	Formulário de Referência Item 12.6/8 – Composição e experiência profissional da administração e conselho fiscal
4.4	O presidente do conselho não é diretor ou controlador da empresa	Formulário de Referência Item 12.6/8 – Composição e experiência profissional da administração e conselho fiscal
4.5	A empresa possui qualquer tipo de comitê constituído e evidenciado	Formulário de Referência Item 12.2 – Estrutura administrativa
Item	Dimensão 5 - Relacionamento com investidores	Fonte
5.1	A empresa não teve reapresentação de demonstrações contábeis no período	Demonstrações Financeiras Padronizadas
5.2	A empresa possui em seu portal eletrônico área dedicada à governança corporativa	Portal eletrônico de cada empresa

Fonte: Adaptado de Lameira e Ness Júnior (2011).

Portanto, a medida de qualidade da governança corporativa, que é apoiada no método dos estudos de Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007); Lameira e Ness Júnior (2011); Santos *et al.* (2015); Correia, Silva e Martins (2016), indica que firmas com melhor pontuação devem possuir uma melhor estrutura de governança corporativa. Este estudo ainda se valeu das seguintes variáveis de valor e desempenho relacionadas à qualidade da governança corporativa, para atingir seu objetivo, conforme exposto no Quadro 5.

Quadro 5 – Variáveis consideradas para análise do valor e do desempenho das firmas

Medidas	Denominação	Equação	Dados	Base Teórica
Q de Tobin	Indica o valor intrínseco da firma, poder de monopólio, lucros anormais, vantagem	(Valor de Mercado + Passivo Circulante – Ativo Circulante + Estoques + Passivo Não	Revista Exame Melhores e Maiores (2016), BP e DRE	Chung e Pruitt (1994), Famá e Barros

	competitiva	Circulante)/Ativo Total		(2000), Campos e Scherer (2001), Black, Jang e Kim (2006)
ROA	Indica a remuneração proporcionada pelos ativos utilizados pela empresa	Lucro Líquido/Ativo Total	BP e DRE	
ROE	Indica a remuneração relacionada estritamente ao capital próprio da empresa	Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	BP e DRE	
LPA	Indica a remuneração referente à distribuição do resultado por ação	Lucro Líquido/Ações em Circulação	DRE	

Fonte: Elaborado pelo autor com base na revisão da literatura.

A partir dessas variáveis foram realizadas as análises descritivas e de correlação. Assim, buscou-se verificar se a participação nos segmentos de listagem e a qualidade da governança corporativa possuíam relação com as variáveis representativas do valor e do desempenho dessas firmas. A análise de correlação proposta e o teste das hipóteses foram realizados com o auxílio do *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)*.

4 RESULTADOS: APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E DISCUSSÃO

4.1 Análise Descritiva da Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Firms

Na Tabela 2, encontra-se evidenciada a análise descritiva da governança corporativa e de suas dimensões, nas 81 empresas da amostra abrangidas pelo estudo.

Tabela 2 – Análise descritiva: governança corporativa e suas dimensões

Governança corporativa	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desv. Pad.
Índice Geral	29%	93%	65%	64%	13%
D1 - Estrutura de propriedade e controle	0%	100%	69%	50%	30%
D2 - Ambiente institucional	0%	100%	51%	50%	29%
D3 - Auditoria e conselho fiscal	33%	100%	73%	67%	18%
D4 - Conselho de administração e comitês	0%	100%	55%	60%	20%
D5 - Relacionamento com investidores	0%	100%	87%	100%	23%

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 2, a partir do índice geral, pode-se observar que nenhuma empresa possui adoção a todos os mecanismos de governança corporativa analisados neste estudo. Aliás, nota-se que há firmas que não possuem nenhum atributo de governança corporativa relacionado à estrutura de propriedade e controle; ambiente institucional; conselho de administração e comitês; relacionamento com investidores. Apesar disso, em média, o índice geral (65%) indica que as empresas da amostra possuem boa adesão às dimensões da governança corporativa.

Ainda conforme a Tabela 2, pode-se observar que as dimensões 5 (87%), 3 (73%) e 1 (69%) alcançaram, em média, os maiores níveis de adesão. Diante disso, é notável que há, no geral, uma preocupação maior em diminuir os conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários, investir em fiscalização e no relacionamento com os *stakeholders*, concordando com Santos *et al.* (2015) no que diz respeito às dimensões 5 e 3. Em contrapartida, as dimensões 2 (51%) e 4 (55%) apresentam necessidade de mais atenção por parte das empresas, pois estão ligadas ao cumprimento de pressões institucionais e prestação de contas (*accountability*). Vale ressaltar que a empresa BRF S.A. apresentou o maior índice (93%) dentre as firmas estudadas.

As Tabelas 3 e 4 apresentam, respectivamente, os itens com maior e menor frequência em relação ao número total de empresas.

Tabela 3 – Itens com maior frequência em relação ao número de empresas

Item	Empresas
5.2 - Portal dedicado à governança corporativa	79 98%
3.2 - Parecer da auditoria	76 94%
1.2 - Ações preferenciais inferiores a 20%	75 93%
3.1 - Auditoria	74 91%
4.4 - O presidente do conselho não é CEO	74 91%

2.1 - Níveis de governança corporativa	63	78%
4.5 - Comitês constituídos e evidenciados	63	78%
5.1 - Reapresentação de demonstrações contábeis	62	77%
4.2 - Tamanho do conselho de administração	61	75%
Total	81	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observando a Tabela 3, percebe-se que 98% das empresas contidas no estudo possuem portal dedicado à governança corporativa. Nota-se que 94% das empresas contam com parecer favorável da auditoria em relação às demonstrações contábeis consolidadas divulgadas pelas mesmas. Observa-se que 91% das empresas prezam por auditoria de qualidade que forneça transparência e confiança aos investidores, sendo a grande maioria auditada por uma *Bigfour* (PricewaterhouseCoopers, Deloitte, KPMG e Ernest & Young). São 91% as firmas que têm pessoas diferentes ocupando os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor executivo, favorecendo a relação agente-principal e reduzindo os conflitos de agência, como defendido no Código de Melhores Práticas do IBGC. São ainda 78% as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BM&FBovespa, um resultado que corrobora Correia, Silva e Martins (2016). Estes demonstraram alta adesão por parte das firmas do seu estudo, fato que contribui para reduzir a assimetria informacional e os conflitos de agência, segundo a literatura.

De acordo com a Tabela 4, notam-se os itens que não alcançaram sequer 50% do índice de governança corporativa adotado nesta pesquisa.

Tabela 4 – Itens com menor frequência em relação ao número de empresas

Item	Empresas	
1.1 - Participação do controlador	37	46%
3.3 - Conselho fiscal permanente	27	33%
4.3 - Independência do conselho de administração	20	25%
2.2 - Emissão de ADR	18	22%
4.1 - Participação dos administradores nos lucros	5	6%
Total	81	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se que a concentração acionária abrange a maioria das empresas (Item 1.1); apenas 33% possuem conselho fiscal permanente; 25% das empresas possuem mais da metade dos seus conselheiros independentes. Somente 22% das empresas são emissoras de ADR negociadas na bolsa de valores de Nova York, indicando que a maioria das empresas necessita investir na melhoria de sua imagem, na ampliação da quantidade de investidores e redução da assimetria informacional. Apenas 6% dessas empresas permitem aos administradores a participação nos lucros, denotando-se o baixo incentivo para os agentes atuarem de forma eficiente dentro da corporação, alinhando seus interesses aos investidores. O resultado está em conformidade com as inferências expostas na pesquisa de Correia, Silva e Martins (2016), que também constatou baixa adesão ao item de participação nos lucros.

A Tabela 5, última desta subseção, apresentada adiante, evidencia a análise estatística descritiva das medidas de valor e desempenho consideradas.

Tabela 5 – Estatística descritiva das medidas de valor e desempenho

Variáveis	Q de Tobin	ROA	ROE	LPA
Mínimo	0,28	-0,16	-0,65	-8,58
Máximo	4,23	0,19	2,17	5,55
Média	1,10	0,04	0,12	0,99
Mediana	0,91	0,04	0,10	0,88
Desvio padrão	0,63	0,06	0,37	2,11

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base na Tabela 5, percebe-se que o valor medido pelo Q de Tobin apresenta, em média, uma avaliação positiva perante o mercado (1,10). A Odontoprev possui o Q de Tobin máximo de 4,23, indicando alta vantagem competitiva em relação às demais empresas. Deve-se mencionar que valores acima de um para esta medida indicam oportunidade futura positiva, conforme Famá e Barros (2000). Valores mínimos de ROA, ROE e LPA demonstram empresas com prejuízo no período analisado. A Braskem S.A. é a empresa que obteve o ROE máximo, inferindo que a mesma tem melhor desempenho utilizando seus recursos próprios se comparado às demais empresas. O LPA máximo da amostra pertence a

empresa Comgás, concluindo que a mesma tem crescimento positivo e gera valor para seus acionistas.

4.2 Análise de Correlação: Governança Corporativa, Valor e Desempenho

A seguir, a Tabela 6 apresenta a análise de correlação entre as variáveis de governança corporativa (segmentos de listagem e índice de qualidade), o valor e o desempenho.

Tabela 6 – Análise de correlação: variáveis de governança corporativa, valor e desempenho

Governança Corporativa		QTobin	ROA	ROE	LPA
Segmentos de listagem	Correlação	0,218	0,077	0,024	0,011
	Sig.	0,025**	0,248	0,417	0,461
Índice de Governança	Correlação	0,051	-0,038	-0,038	-0,114
	Sig.	0,327	0,367	0,369	0,155
Observações		81	81	81	81

Nota: ** Significante a 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

Como mostra a Tabela 5, observa-se que o coeficiente da variável Q de Tobin é positivo e com significância estatística a 5%, levando, portanto, à confirmação da H_1 de que os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa têm relação positiva com o valor das empresas. Esse resultado demonstra que a adesão aos segmentos de listagem da governança corporativa poderá aumentar o valor das firmas perante o mercado. Tal resultado diverge dos obtidos por Tavares (2016), pois o mesmo não encontrou relação significativa dos níveis de governança corporativa com a variável Q de Tobin. Essas diferenças podem ser devido aos grupos de firmas estudados nas duas pesquisas, já que esta considera as maiores empresas, enquanto aquela considerou as empresas ativas e canceladas com ações na BM&FBovespa no período de 2001 a 2015, com exceção das instituições financeiras.

Ainda de acordo com a Tabela 5, pode-se inferir que não foram encontradas relações significativas estatisticamente entre os segmentos de listagem e as variáveis de desempenho (ROA, ROE e LPA), rejeitando a H_2 de que os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa têm relação positiva com

o desempenho das empresas. Concorde-se com os resultados obtidos por Lopes (2012), que associa a relação desfavorável ao fato de 71% das empresas da amostra pertencer a níveis diferenciados de governança. Observa-se também que não há efeito estatisticamente significativo entre o índice de governança e as variáveis de valor e desempenho. Este resultado corrobora, portanto, com as evidências de Catapan, Colauto e Barros (2013) que identificaram que, para a sua amostra, e no período de análise, atributos de governança corporativa não são refletidos em variáveis de desempenho de natureza contábil. Diante dos resultados encontrados é possível rejeitar as hipóteses H_3 e H_4 , de que o grau de qualidade da governança corporativa não possui relação positiva com o valor e o desempenho, nesse grupo de empresas.

Na Tabela 7 está disposta uma análise adicional de correlação entre todas as dimensões da governança corporativa investigadas e as medidas de valor e desempenho.

Tabela 7 – Análise de correlação: dimensões da governança corporativa, valor e desempenho

Dimensões da Governança		QTobin	ROA	ROE	LPA
Dimensão 1	Correlação	0,012	0,165	0,138	0,063
	Sig.	0,456	0,070*	0,109	0,287
Dimensão 2	Correlação	-0,135	-0,264	-0,242	-0,097
	Sig.	0,115	0,009***	0,015**	0,195
Dimensão 3	Correlação	0,028	-0,33	-0,116	0,012
	Sig.	0,401	0,383	0,150	0,459
Dimensão 4	Correlação	0,037	-0,040	0,004	-0,092
	Sig.	0,370	0,361	0,485	0,208
Dimensão 5	Correlação	0,242	0,034	0,056	-0,117
	Sig.	0,015**	0,380	0,310	0,149
Observações		81	81	81	81

Nota: *** Significante a 1%; ** Significante a 5%; * Significante a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 7, pode-se inferir, ao nível de significância de 10%, que há relação positiva entre a Dimensão 1 (estrutura de propriedade e controle) e o desempenho medido pelo ROA, indo ao encontro do resultado obtido por Kaveski *et al.* (2015). Porém, tal dimensão não tem relação estatisticamente significativa com o valor, medido pelo Q de Tobin, e as outras variáveis de desempenho, ROE e LPA. Com significância estatística de 1% e 5% é possível afirmar que há relação negativa

entre a Dimensão 2 (ambiente institucional) com o ROA e ROE, respectivamente, sugerindo que, quanto maior o nível diferenciado de governança e a emissão de ADRs, menor será o desempenho dessas empresas. Tal resultado diverge do encontrado por Lameira e Ness Júnior (2007) e corrobora com Lopes (2012). Esta dimensão não possui relação estatisticamente significativa com as variáveis de valor e de desempenho (LPA).

Pode-se afirmar com significância estatística a 5% que a Dimensão 5 (relacionamento com investidores) tem relação positiva com a variável de valor Q de Tobin, inferindo-se que ao investir no relacionamento com os *stakeholders*, priorizando a confiabilidade e a transparência de informações, o valor perante o mercado tende a aumentar. Porém tal dimensão não possui significância estatística com nenhuma das três variáveis de desempenho, indicando que investir no relacionamento com os investidores pode não favorecer o desempenho econômico.

A Dimensão 3 (auditoria e conselho fiscal) e a Dimensão 4 (conselho de administração e constituição de comitês) não obtiveram significância estatística com as variáveis Q de Tobin, ROA, ROE e LPA, sugerindo que a fiscalização, a independência e o tamanho do conselho de administração, bem como a participação dos administradores nos lucros, não estão relacionadas com o valor e o desempenho das empresas, divergindo dos resultados encontrados por Correia, Silva e Martins (2016). Apesar dos resultados levarem à aceitação apenas da hipótese H_1 , nota-se a partir da Tabela 7 que alguns aspectos da governança corporativa podem ser importantes para as empresas.

Ressalta-se a Dimensão 1, que diz respeito à estrutura de propriedade e controle, e que teve relação positiva com o desempenho, sendo tratada como importante mecanismo interno de controle da governança corporativa, com relação junto ao desempenho. A Dimensão 2, que trata sobre o ambiente institucional, obteve relação negativa e significativa com as variáveis de desempenho. Tal fato pode estar associado ao custo de governança gerado às empresas quando estas aderem a algum dos níveis diferenciados ou quando passam a emitir ADRs ingressando na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE). Outra Dimensão



importante é a 5, que se refere ao relacionamento com os investidores. Ela obteve relação positiva e significativa com o valor, o que poderia ser explicado pelo fato de as empresas possuírem portais dedicados à governança e divulgarem informações de forma transparente e correta sem haver rerepresentações. Isso contribuiria com a confiança dos *stakeholders* junto às firmas diante do mercado.

5 CONCLUSÕES

O objetivo geral deste estudo foi caracterizar a relação entre governança corporativa, o valor e o desempenho econômico no agrupamento das maiores empresas de capital aberto da BM&FBovespa, tendo como ano base 2015. Para atingir o objetivo proposto procedeu-se com pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de análise documental. A amostra final de 81 empresas é oriunda dentre as 100 maiores firmas segundo Revista Exame Melhores e Maiores de 2016. Duas variáveis representativas da governança foram tomadas em relação a medidas de valor e desempenho. Portanto, com base na revisão da literatura, a governança foi mensurada conforme (i) segmentos de listagem; e (ii) índice de qualidade da governança. Já as variáveis de valor e desempenho foram (i) Q de Tobin; (ii) Retorno dos Ativos; (iii) Retorno do Patrimônio Líquido; e o (iv) Lucro por Ação. Com essas características, o propósito da pesquisa foi integralmente atingido.

Por meio das variáveis elencadas foram realizadas análises descritivas e de correlação. Os resultados encontrados sugerem que o índice geral de governança, em média, tem boa adesão por parte das empresas, inferindo-se ainda que as mesmas buscam atendimento às dimensões de governança corporativa avaliadas no estudo. Verificou-se ainda, mediante análise das médias das dimensões individualmente, que a maioria das firmas se preocupa com a fiscalização, com o relacionamento junto aos investidores, buscando diminuir os conflitos de agência. Notou-se que a maioria das firmas se encontra listada em algum dos níveis diferenciados da governança corporativa, mas são poucas aquelas que atuam no mercado norte-americano (NYSE).

Os resultados referentes à análise de correlação sugerem evidências empíricas de que há relação estatisticamente significativa, e positiva, entre os segmentos de listagem e a variável Q de Tobin, sinalizando que a adesão aos níveis diferenciados de governança poderia contribuir para melhoria do valor da empresa perante o mercado, confirmando-se, assim, a hipótese H_1 . Constatou-se ainda que não foi obtida relação estatisticamente significativa entre os segmentos de listagem e as variáveis de desempenho, Retorno dos Ativos, Retorno do Patrimônio Líquido e Lucro por Ação. Aparentemente a governança corporativa, medida pelos segmentos, não está refletida no desempenho contábil, mas estaria no desempenho de mercado. Com isso, houve a rejeição da hipótese H_2 . As hipóteses H_3 e H_4 , sugerindo que o grau de qualidade da governança corporativa possuía relação positiva com o valor e o desempenho, também foram rejeitadas.

Adicionalmente, verificou-se que a Dimensão 1 (estrutura de propriedade e controle), mostrou relação positiva e significativa com o desempenho avaliado pelo Retorno dos Ativos. A Dimensão 2 (ambiente institucional), por sua vez, obteve relação negativa e significativa em relação ao Retorno dos Ativos e do Patrimônio Líquido, inferindo-se que a adesão aos maiores níveis de governança corporativa e a emissão de ADRs, pode sugerir um desempenho inferior, talvez em função dos custos de regulamentação e atuação nos mercados. Verificou-se ainda que a Dimensão 5 (relacionamento com investidores) obteve relação positiva e significativa com o valor, mensurado pelo Q de Tobin, sinalizando que ao investirem no relacionamento com os *stakeholders*, as firmas podem incrementar sua avaliação perante o mercado. As Dimensões 3 e 4, por sua vez, não apresentaram relação significativa com quaisquer das variáveis.

Destacam-se como uma dentre as limitações da pesquisa as variáveis utilizadas de valor e desempenho, visto que existem outras variáveis que não foram abordadas neste estudo. Outra limitação encontra-se no período utilizado, pois apenas um ano-base foi considerado. Para os próximos estudos, recomenda-se ampliar o período de análise, bem como a amostra, tomando outras perspectivas de



desempenho distintas daquelas utilizadas nesta pesquisa. A utilização de outros testes estatísticos também é uma consideração pertinente.

REFERÊNCIAS

ABREU, A.; COELHO, C. S.; RIBEIRO, D. A. S.; FERREIRA, K. A governança corporativa para o aprimoramento da gestão organizacional: um estudo de caso numa empresa metal-mecânica. In: Congresso Virtual Brasileiro de Administração, 8., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Convibra, 2011.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 04 mar. 2017.

BRIDGER, G. V. **Governança corporativa e os efeitos da adesão a níveis diferenciados de governança sobre o valor no mercado de capitais brasileiro**. 2002. 54f. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Fundação Getúlio Vargas/EPGE, 2006.

CALLADO, A. L. C.; CALLADO, A. A. C.; ALMEIDA, M. A. A utilização de indicadores de desempenho não-financeiros em organizações agroindustriais: um estudo exploratório. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 10, n. 1, p. 35-48, 2008.

CAMARGOS, M. A.; VILHENA, F. A. C. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REGE Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 57-76, 2015.

CAMPOS, G. M.; SCHERER, L. M. Lucro por ação. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 12, n. 26, p. 81-94, 2001.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A Simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CORREIA, T. S.; SILVA, M. N. F.; MARTINS, O. S. Qualidade da Governança Corporativa das Empresas no Mercado Brasileiro de Capitais. **Revista do Programa**



de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS, v. 10, n. 33, p. 4-19, 2016.

CVM. **Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 06 mar. 2017.

ERNEST & YOUNG TERCO. **Governança Corporativa**: o papel do comitê de auditoria. Rio de Janeiro: Ernst & Young Terco, 2012.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FAMÁ, R.; MACHADO, J. H. Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 89-110, 2011.

FERREIRA, R. N. **Governança Corporativa e desempenho**: uma análise em empresas brasileiras de capital aberto. 2012. 276f. Tese (Pós-graduação em Administração) - Universidade Federal de Lavras, Lavras, MG, 2012.

FERREIRA, R. N.; SANTOS, A. C.; LOPES, A. L. M.; NAZARETH, L. G. C.; FONSECA R. A. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração**, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.

FIELD, A. **Descobrimo a estatística usando o SPSS**. 2 ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 28 abr. 2017.

KAVESKI I. D. S.; DEGENHART, S.; VOGT, M.; DIAS JÚNIOR, J. B. B. D. Estrutura de Propriedade e Desempenho Empresarial: Uma Análise em Empresas Familiares Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 3, n. 8, p. 65-81, 2015.

KAYO, E. K.; TEH, C. C.; BASSO, L. F. C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 158-168, 2006.



LAMEIRA, V. J.; NESS JR., V. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L. Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. **Revista de Negócios**, v. 16, n. 3, p. 33-52, 2011.

LEÃO, A. S. B. **Determinantes de Governança Corporativa no Brasil**. 2010. 83f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, Rio de Janeiro, RJ, 2010.

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. **REGE Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p.187-204, 2015.

LOPES, A. **Governança Corporativa e a relação com desempenho e o valor das empresas brasileiras**. 2012. 105f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Vale dos Rios dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2012.

MORESI, E. **Metodologia da pesquisa**. Brasília: PUC, 2003.

NISHI, L. F. **Adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa: um estudo de evento**. 2003. 121f. Dissertação (Pós-graduação em Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, 2003.

PAIVA, J. F. M.; OLIVEIRA, N. A.; PEIXOTO, F. M. A Relação entre Conselho de Administração, Desempenho, Valor e Risco no Mercado Brasileiro de Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 8, n. 1, p. 25-44, 2015.

SANTOS, J. G. C.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. M. M. Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p.300-319 2015.

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

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



SILVA, E. S.; SANTOS, J. F.; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011.

SILVA, A. S. R.; SANTIM, L. A.; SOUZA, M. E. A.; SILVA, R. F.; HENRIQUE, M. R. A **Lei Sarbanes Oxley e seus efeitos nas transparências para os investidores brasileiros em empresas S/A**. São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.fapanpr.edu.br/site/docente/arquivos/ARTIGO%2002.pdf>>. Acesso em: 10 abr. 2017.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JR., T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, n. 2, p. 222-242, 2012.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2002.

SIRQUEIRA, A. B.; KALATZIS, A. E. G.; TOLEDO, F. M. B. Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Revista EconomiA**, v. 7, n. 3, p. 521-544, 2007.

SORRENTINO, M. S. A. S.; VICENTE, E. F. R.; TEIXEIRA, B. Comitê de Auditoria: Adequação às Regras da SOX, BACEN, SUSEP e IBGC. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 10, n. 3, p. 241-257, 2016.

TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil**: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa. 2006. 170f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2006.

TAVARES, V. B. **Níveis de governança corporativa e desempenho: uma validação por meio de redes neurais artificiais**. 2016, 92f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, 2016.