
GOVERNANÇA CORPORATIVA, CRIAÇÃO DE VALOR E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO: EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO COM DADOS EM PAINEL, 2005-2011

DOI: 10.5700/rege552

ARTIGO – FINANÇAS

Felipe Augusto Costa de Vilhena

Graduado em Economia pela Faculdade IBMEC de Minas Gerais – (IBMEC-MG) –
Belo Horizonte-MG, Brasil
Finance Manager na GE Healthcare
E-mail: felipe_vilhena@hotmail.com

Recebido em: 9/1/2014

Aprovado em: 8/12/2014

Marcos Antônio Camargos

Professor de Finanças da Faculdade IBMEC de Minas Gerais – (IBMEC-MG) –
Belo Horizonte-MG, Brasil
Doutor em Administração
E-mail: marcosac@ibmecmg.br

RESUMO

O objetivo deste artigo é verificar se a adesão voluntária a padrões mais elevados de governança corporativa (ações negociadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no Novo Mercado da BM&FBovespa) 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. A pesquisa empírica foi realizada em uma amostra não probabilística de 66 companhias listadas na BM&FBovespa, 25 das quais do mercado tradicional (grupo de referência), 25 já listadas em algum nível de governança diferenciada antes de 2005 e 16 que migraram durante o período analisado. Foram analisados dados trimestrais de 2005 a 2011, compondo-se em um painel balanceado com 1.848 observações. Os testes foram realizados em seis modelos com dados em painel (efeitos fixos e aleatórios) para as variáveis de criação de valor (q de Tobin e *Market-to-book ratio*) e de desempenho econômico-financeiro (*ROA*, *ROE*, Lucro Líquido e *EBIT*). Foram inseridas também variáveis de controle (alavancagem, tamanho, concentração de propriedade, tipo de controle e emissão de ADRs). Os resultados encontrados permitem concluir que as empresas que adotaram práticas diferenciadas de GC são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas do que as do mercado tradicional, mas apresentam desempenho econômico-financeiro pior (*EBIT* e lucro líquido).

Palavras-chave: Governança Corporativa, Criação de Valor, Desempenho Econômico-financeiro.

CORPORATE GOVERNANCE, VALUE CREATION AND ECONOMIC AND FINANCIAL PERFORMANCE: EVIDENCES OF BRAZILIAN MARKET WITH PANEL DATA, 2005-2011

ABSTRACT

The purpose of this article is to verify if voluntary adherence to the highest standards of corporate governance (shares traded in the Differentiated Levels of Corporate Governance and in BM & FBovespa's New Stock Exchange) by Brazilian companies resulted in the creation of value and in higher economic and financial performance after accession and in comparison with companies with shares listed in the traditional market. Empirical research was conducted in a non-probabilistic sample of 66 companies listed in

BM&FBovespa, 25 of which in the traditional market (reference group), 25 already listed in some level of differentiated governance before 2005 and 16 who migrated during the analyzed period. Quarterly data were analyzed from 2005 to 2011, forming a balanced panel with 1,848 observations. The tests were conducted in six models with panel data (fixed and random effects) for value creation variables (Tobin's q and Market-to-book ratio) and economic and financial performance (ROA, ROE, Net Income and EBIT). Some control variables were also inserted (leverage, size, concentration of ownership, type of control and issuance of ADRs). The results found indicated that companies that have adopted different practices of GC are more likely to create value to shareholders than the ones in the traditional market, but present a poorer economic and financial performance (EBIT and net profit).

Key words: Corporate Governance, Value Creation, Economic and Financial Performance.

GOBERNANZA CORPORATIVA, CREACIÓN DE VALOR Y RENDIMIENTO ECONÓMICO-FINANCIERO: EVIDENCIAS DEL MERCADO BRASILEÑO CON DATOS EN PANEL, 2005-2011

RESUMEN

El objetivo de este artículo es verificar si la adhesión voluntaria a patrones más elevados de gobernanza corporativa (acciones negociadas en los Niveles Diferenciados de Gobernanza Corporativa y en el Nuevo Mercado de la BM&F Bovespa) por parte de compañías brasileñas resultó en la creación de valor y en rendimiento económico-financiero superior después de la adhesión y en comparación con las compañías con acciones listadas en el mercado tradicional. La investigación empírica se realizó en una muestra no muy probable de 66 compañías listadas en la BM&F Bovespa, 25 de las cuales pertenecen al mercado tradicional (grupo de referencia), 25 ya listadas en algún nivel de gobernanza diferenciada antes de 2005 y 16 que han emigrado durante el período analizado. Fueron observados datos trimestrales de 2005 a 2011, componiéndose un panel balanceado con 1.848 observaciones. Los testes fueron realizados en seis modelos con datos en panel (efectos fijos y casuales) para las variables de creación de valor (q de Tobin y Market-to-book ratio) y de rendimiento económico-financiero (ROA, ROE, Lucro Líquido y EBIT). Se han inserido también variables de control (apalancamiento, tamaño, concentración de propiedad, tipo de control y emisión de ADRs). Los resultados encontrados permiten concluir que las empresas que adoptaron prácticas diferenciadas de GC son más susceptibles de crear valor para los accionistas que las del mercado tradicional, mas presentan rendimiento económico-financiero peor (EBIT y lucro líquido).

Palabras-llave: Gobernanza Corporativa, Creación de Valor, Rendimiento Económico-financiero.

1. INTRODUÇÃO

Segundo a OCDE (2003), a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (GC) por parte das empresas é cada vez mais importante para o desenvolvimento econômico e para a promoção do bem-estar social, pois tem o potencial de reduzir a volatilidade e os impactos negativos de crises financeiras, em um cenário de crescente integração econômica e financeira.

As discussões sobre a importância e os impactos, bem como a quantidade e a qualidade, das pesquisas sobre GC têm aumentado desde o surgimento do tema, na década de 1980. Dentre os fatores que mais contribuíram para isso, destacam-se os escândalos corporativos nos Estados Unidos no início da década passada (BECHT; BOLTON; ROELL, 2002) e a crise financeira internacional, iniciada nos Estados Unidos em 2008.

Observa-se, na literatura nacional das duas últimas décadas, um crescimento das pesquisas sobre os impactos da adoção de práticas melhoradas de GC sobre o desempenho, o valor de mercado e a liquidez acionária (CAIXE; KRAUTER, 2014; ROSSONI; MACHADO-DASILVA, 2013; MELO *et al.*, 2013; CAMARGOS; BARBOSA, 2010; SILVA; NARDI; PIMENTA JÚNIOR, 2012; BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A., 2008; LAMEIRA; NESS JR; MACEDO-SOARES, 2007; CAMPOS, 2006; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006, entre outros). As discussões que permeiam esse tema têm se intensificado em razão de mudanças que surgem nas relações entre acionistas e gestores e entre acionistas majoritários e minoritários, devidas aos esforços de instituições reguladoras e operadoras do mercado de capitais. Dentre os vários objetivos das empresas ao adotar tais práticas, destacam-se: melhorar seu desempenho econômico-financeiro e sua imagem corporativa no mercado, aumentar o potencial de valorização de suas ações por meio do maior *disclosure* de informações ao mercado (redução da assimetria de informação) e minimizar divergências entre gestores e acionistas.

A identificação de tais resultados a partir da adoção de práticas melhoradas de GC é importante: 1. para gestores, pois justifica sua implantação por parte das empresas em contraponto aos seus elevados custos de

manutenção; 2. para investidores, pois é do interesse destes o acompanhamento da gestão da empresa, a fim de obter melhores resultados para seus investimentos; 3. para o mercado, que ganha em transparência, em credibilidade e na redução da assimetria de informação.

Governança corporativa é um tema amplo, abordado por diversos campos de estudo (CLAESSENS, 2003), além de ser de difícil mensuração, uma vez que, segundo as pesquisas teóricas e empíricas, tanto fatores endógenos quanto exógenos concorrem para influenciá-la (SILVEIRA *et al.*, 2010; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). Boa parte das pesquisas recentes da literatura econômico-financeira sobre o tema tem como objetivo analisar os impactos dos diversos mecanismos de GC (estrutura de capital e de propriedade, atuação e composição do conselho de administração, remuneração executiva, entre outros) sobre *proxies* de desempenho de empresas não financeiras (lucro, rentabilidade, valor de mercado, entre outros). Em geral, os resultados sugerem que a adoção de práticas mais efetivas de GC resulta em melhor desempenho econômico-financeiro e maior liquidez acionária (CAIXE; KRAUTER, 2014; ROSSONI; MACHADO-DASILVA, 2013; MELO *et al.*, 2013; BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A., 2008; LAMEIRA *et al.*, 2007, entre outros).

Inserida nessa discussão, a indagação que norteia esta pesquisa é: a implantação de práticas de governança corporativa diferenciadas por parte de empresas brasileiras resulta em melhor desempenho econômico-financeiro e na criação de valor para os acionistas?

Visando responder a esse questionamento, o objetivo deste artigo é verificar se a adesão voluntária a padrões mais elevados de governança corporativa (ações negociadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no Novo Mercado da BM&FBovespa) 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 (teoricamente sem governança diferenciada). Para atingir esse objetivo, foram utilizados dados trimestrais em painel de uma amostra de 66 companhias brasileiras, separadas

em dois grupos: o primeiro, denominado de “referência”, composto de 25 empresas do mercado tradicional; o segundo, denominado “grupo observação”, formado por 25 empresas que já estavam listadas nos NDGC, além de 16 empresas que migraram para níveis diferenciados no período analisado.

A contribuição para o meio acadêmico está na abordagem empírica utilizada, na qual, ao contrário da maioria das pesquisas sobre o tema, fez-se uma comparação entre empresas com e sem governança diferenciada. A contribuição prática está no fato de o estudo mostrar que, apesar de as empresas com GC diferenciada apresentarem pior desempenho econômico-financeiro, aparentemente a maior transparência e, conseqüentemente, a menor assimetria de informação com o mercado são levadas em conta na precificação das ações.

O artigo tem a seguinte estrutura, após esta introdução: a seção 2 apresenta o referencial teórico de suporte à pesquisa empírica e às hipóteses testadas, fundamentado na literatura sobre GC; a metodologia e os resultados são apresentados nas seções 3 e 4, respectivamente; encerra-se com as considerações finais e a conclusão na seção 5, seguidas das referências.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Governança Corporativa

O conceito de governança corporativa não é recente. Ele existe de maneira difusa há mais de 50 anos. Entretanto, somente na década de 1960 é que a expressão “*corporate governance*” passou a designar os diversos mecanismos que norteiam o processo decisório de uma empresa. Em sua evolução conceitual e empírica, diversas variáveis e perspectivas foram abordadas, conforme se observa no Quadro 1.

Quadro 1 – Evolução das perspectivas da governança corporativa

Perspectiva / Abordagem	Autor(es)
Separação entre propriedade (<i>ownership</i>) e controle (<i>control</i>) nas empresas.	Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976)
Problemas relacionados aos <i>nexus</i> contratuais da firma e conflitos de agência.	Hart (1995) e Jensen e Meckling (1976)
O problema da racionalidade limitada e do comportamento oportunista.	Williamson (1975), Simon (1997) e Demsetz (1992)
Questões referentes à distribuição de poder e de responsabilidades	Rajan e Zingales (2000), La Porta <i>et al.</i> (1998)
Impactos dos diversos mecanismos de GC (estrutura de capital e de propriedade, atuação e composição do conselho de administração, remuneração executiva, entre outros) sobre <i>proxies</i> de desempenho de empresas (lucro, rentabilidade, valor de mercado, entre outros).	Stulz (1988), Mork, Schleifer e Vishny (1988), Harris e Raviv (1991), Novaes e Zingales (1995), Shleifer e Vishny (1997), La Porta <i>et al.</i> (1999, 2000, 2002), Claessens, Djankov e Lang (2000), Claessens <i>et al.</i> (2000) e Claessens <i>et al.</i> (2002)

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Lameira, Ness Jr. e Macedo-Soares (2007:67).

Segundo a OECD (2004), a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de relacionamentos entre os executivos, o conselho de administração, os acionistas e outros *stakeholders*, que proporciona a estrutura que define os objetivos e a forma de atingi-los, além da fiscalização do desempenho da companhia.

Em uma perspectiva financeira, a governança corporativa pode ser vista como o caminho pelo qual os acionistas das corporações se asseguram de que terão retorno sobre seu investimento (SHLEIFER; VISHNY, 1997), para que o conflito

de interesses entre agente e principal seja dirimido (TIROLE, 2006). Na perspectiva desses autores, as forças de mercado constituem poderoso meio para alcançar a eficiência econômica, mas não são capazes de resolver o problema da governança. Segundo Jensen e Chew (2000), esta é uma preocupação de grande importância para os acionistas porque a riqueza deles depende, em parte, das metas do pessoal que define a estratégia.

Em estudo seminal, Berle Jr. e Means (1932) destacaram os problemas oriundos da separação

entre a propriedade (passiva) e a delegação do controle corporativo (propriedade ativa), além dos custos associados ao monitoramento das atividades desses dirigentes. A partir desse estudo, foi desenvolvido vasto arcabouço teórico focado no estudo da relação, quase sempre conflitante, entre os diversos interessados da empresa, denominado teoria de agência.

Para La Porta *et al.* (1999), essa situação é bastante incomum, pois a característica predominante na maioria dos países é a existência de grandes acionistas exercendo um papel ativo em governança corporativa. Por outro lado, Morck, Shleifer e Vishny (1988) identificaram efeitos positivos e negativos da concentração de propriedade, concluindo que a ausência de separação entre propriedade e controle reduz os conflitos de interesse e, conseqüentemente, aumenta o valor para o acionista.

A contribuição de Jensen e Meckling (1976) para o tema foi a análise que fizeram, na estrutura de grandes empresas, sobre a delegação de poder aos agentes (gestores) pelos principais (acionistas). Ao fazê-la, os principais esperam que os gestores sempre empreendam esforços no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas. Entretanto, em algumas situações os gestores colocam seus interesses à frente dos da empresa e de seus acionistas, situação que ocasiona custos (de agência), como os custos com monitoramento, incentivos, etc. Dessa forma, as regras de GC podem ser utilizadas para atenuar esse conflito de interesses entre gestores e acionistas, a fim de minimizar riscos e custos e maximizar os resultados econômico-financeiros da empresa. Outra importante contribuição desses autores foi a constatação de que a concentração de propriedade é benéfica para a avaliação das empresas em razão da disciplina imposta pelos grandes investidores aos administradores.

De maneira geral, os resultados de pesquisas da literatura internacional sobre GC apontam que: a) a concentração de direitos de controle e a separação dos direitos sobre os fluxos de caixas e de voto causam efeito negativo no valor das empresas; b) quanto maiores os direitos sobre o fluxo de caixa da empresa, melhor é sua avaliação; c) o controle da empresa por grandes investidores pode resultar na expropriação dos acionistas minoritários, reduzindo o interesse pela

empresa por parte dos pequenos investidores e resultando na queda do valor de mercado e da liquidez (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 1999, 2000, 2002; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

Para Silveira, Barros e Famá (2006), o próprio senso comum já é um indicador de que empresas que adotam as práticas emanadas dos “Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa” devem ser mais bem avaliadas pelo mercado do que aquelas que não as adotam, *ceteris paribus*. Portanto, é importante a adoção de práticas de governança corporativa por uma empresa, visto que esta pode atingir melhores indicadores de desempenho corporativo e melhor desempenho no mercado acionário.

A adoção de práticas diferenciadas de GC é vantajosa para o mercado financeiro, uma vez que as relações entre gestores e investidores e entre acionistas majoritários e minoritários ficam menos conflitantes, pois os investidores podem acompanhar mais de perto os resultados das empresas investidas em razão do maior *disclosure* apresentado por elas.

2.2. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, Novo Mercado e o Ambiente Legal no Brasil

Acompanhando a evolução do mercado internacional na busca crescente por maior transparência empresarial, intensificada com os escândalos financeiros ocorridos no início dos anos 2000 nos Estados Unidos e reavivada pela crise dos *Subprimes* em 2008, diversas instituições têm se esforçado para que o mercado brasileiro acompanhe esse desenvolvimento. A então Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) implantou o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), a fim de promover, entre outras coisas, a pulverização do mercado acionário brasileiro. A Lei das Sociedades Anônimas (S/As), nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), foi revisada em 1997 pela Lei nº 9.457/97 (BRASIL, 1997) e em 2001 pela Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001), que tiveram por intuito minimizar, em um momento inicial, as perdas para os cofres públicos nas privatizações e, posteriormente, as diferenças de direitos entre as duas classes de ações (ordinárias e preferenciais), bem como entre acionistas ordinários majoritários (controladores) e

minoritários, além de fortalecer a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e aperfeiçoar o mercado de capitais pelo acréscimo de princípios de GC.

A implantação das práticas de GC no mercado brasileiro deu-se em 1999, com o primeiro código sobre governança corporativa, lançado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Esse código continha informações sobre conselhos de administração e conduta esperada das empresas para utilizar as boas práticas de GC. Com o passar dos anos, foram ocorrendo algumas reformulações, como a mudança na Lei das S/As em 2001 e a cartilha da CVM sobre governança em 2002.

A criação dos NDGC e do NM em dezembro de 2002 deu origem a segmentos de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas, que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de GC e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Os objetivos de sua criação eram: disseminar um conjunto de práticas melhoradas de governança, aumentar a transparência e o fluxo de informações entre investidores e gestores, reduzir o custo de capital e a assimetria de informações e aumentar a liquidez e a valorização acionária para as empresas que adotassem essas práticas.

O Quadro 2 apresenta uma síntese comparativa das regras dos segmentos diferenciados e do mercado tradicional (MT) da BM&FBovespa.

Quadro 2 – Síntese das Regras dos Segmentos de Listagem da BM&FBovespa

	NM	N2	N1	MT
Ações emitidas	Somente ações ON	Pode haver ações ON e PN* com direitos adicionais	Pode haver ações ON e PN conforme legislação	
<i>Free-float</i>	No mínimo 25% de <i>free-float</i>			Não há regra
<i>Distribuição Pública de Ações</i>	Esforço para dispersão acionária		Não há regra	
<i>Composição do Conselho de Administração</i>	Mínimo de 5 membros com mandato unificado de até 2 anos (pelo menos 20% devem ser independentes)		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
<i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para Inglês		Conforme Legislação	
Reunião Pública Anual	Obrigatória		Facultativa	
Calendário de Eventos Corporativos	Obrigatório		Facultativo	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória		Facultativa	

(*) ON e PN referem-se a ações nominais e preferenciais nominativas, respectivamente.

Fonte: Compilado pelos autores de BM&FBovespa (2012).

Entretanto, apesar da crescente pressão pela adoção de práticas diferenciadas de GC em um ambiente de crise, o mercado brasileiro ainda apresenta alta concentração de controle acionário, que é explicado pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão (IBGC, 2012). As empresas brasileiras têm optado por adotá-las de forma gradativa. Uma possível

explicação para isso seria o custo-benefício de se listar em um dos NDGC da BM&FBovespa.

2.3. Evidências Empíricas na Literatura Nacional

O quadro a seguir apresenta uma síntese das evidências empíricas dos impactos da adoção de práticas de GC sobre alguma variável de desempenho das empresas em pesquisas da literatura nacional.

Quadro 3 – Evidências Empíricas

Autor(es) Ano	Objetivo	Amostra/ Período	Conclusão
Caixe e Krauter (2014)	Investigar se a adoção de boas práticas de GC influencia no valor das empresas brasileiras	233 empresas 2002 a 2010	Constataram que a GC tem um efeito positivo sobre o valor das empresas brasileiras, e que as empresas listadas nos NDGC apresentam maior valor de mercado em comparação às empresas listadas no MT.
Rossoni e Machado-da-Silva (2013)	Analisar como a adesão ao Novo Mercado modera o efeito da legitimidade no valor da empresa	348 empresas 2002 a 2007	Concluíram que as empresas que aderiram ao Novo Mercado da BM&FBovespa apresentam maior valor de mercado, o que indica que os investidores pagam valor adicional aos ativos dessas organizações comparativamente com os ativos das outras empresas.
Melo <i>et al.</i> (2013)	Identificar a relevância da GC no desempenho de empresas brasileiras de capital aberto registradas na BM&FBovespa	72 empresas de 4 setores	A GC constitui fator explicativo relevante do desempenho empresarial das empresas brasileiras de capital aberto no que se refere ao retorno proporcionado aos acionistas e sobre ativos das empresas.
Camargos e Barbosa (2010)	Analisar o impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações no mercado por meio de um estudo de evento	49 empresas 2001 a 2004	A adesão aos NDGC não resultou na criação de riqueza para os acionistas; resultou no aumento da liquidez, principalmente no longo prazo, tanto para as ações preferenciais como para as ordinárias. A adesão ao nível II não apresentou um impacto maior sobre a liquidez quando comparada ao nível I.
Silva, Nardi e Pimenta Jr. (2012)	Verificar se a adesão aos NDGC da BM&FBovespa impactou o risco e o retorno dos preços de fechamento das ações	48 empresas 2003 a 2009	As médias dos retornos das ações não apresentaram diferenças significativas antes e após a data de adesão aos NDGC. Por outro lado, as <i>proxies</i> de risco mostraram-se significativamente diferentes.
Bressan, V.G.F. e Bressan, A.A.(2008)	Verificar se há diferença entre empresas listadas nos NDGC e empresas do mercado tradicional na média da rentabilidade das ações	130 empresas 2005 e 2006	A média da rentabilidade das empresas dos NDGC foi superior à média das empresas do MT, mostrando que maior nível de transparência e, conseqüentemente, menor assimetria de informação possibilitam melhor desempenho das empresas.
Lameira, Ness Jr. e Macedo-Soares (2007)	Verificar se a melhoria das práticas de GC promoveu impacto no valor das empresas	64 empresas 2005	Um nível mais elevado de práticas de governança produz impacto no valor das empresas, mensurado pelo q de Tobin.
Campos (2006)	Avaliar em que medida a estrutura da propriedade afeta o desempenho organizacional	136 empresas 1998 a 2001	A concentração de capital e as empresas que têm as famílias como acionistas majoritários apresentam <i>ROE</i> e Margem Líquida menores do que as demais.
Silveira, Barros e Famá (2006)	Investigar a influência da qualidade da GC no valor de mercado de companhias abertas brasileiras	154 empresas 2002	Influência positiva e significante da qualidade da GC sobre o valor de mercado das empresas; evidências de endogeneidade da variável de GC; relação de causalidade de mão dupla entre a qualidade da GC e o valor das empresas.
Carvalho-da-Silva e Leal (2005)	Construir um índice de GC e analisar a relação entre a qualidade de uma empresa de governança corporativa e sua avaliação de desempenho	131empresas 1998 a 2002	Menos de 4% das empresas apresentam "boas" práticas de GC; empresas com melhor GC têm desempenho significativamente superior (<i>ROA</i>); relação positiva, mas sem significância, entre o q de Tobin e boas práticas de GC.
Carvalho-da-Silva (2004)	Analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de	225 empresas 2000	Os resultados mostraram alto grau de concentração do capital votante; a maior parte das empresas é controlada por grupos familiares; existe relação entre

	capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil		estrutura de governança e valor de mercado, alavancagem e política de dividendos.
Silveira <i>et al.</i> (2004)	Investigar se a diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa possui relação com o valor de mercado das companhias	153 empresas 1999 a 2002	Apesar de não conclusivos, os resultados sugerem que a adoção da regra de uma ação-um voto pode contribuir para a maximização do valor da empresa.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados das pesquisas do Quadro 3, em linhas gerais, sugerem que: a) a adoção de práticas melhoradas de GC tem relação positiva com o valor das empresas; b) empresas brasileiras apresentam grande concentração de capital e a maior parte delas é controlada por grupos familiares, cujo desempenho econômico-financeiro é menor; c) existência de relação entre estrutura de governança e o valor de mercado, a alavancagem e a política de dividendos; d) empresas que têm diretor executivo e presidente do conselho diferentes são mais valorizadas pelo mercado.

Com base na literatura apresentada e na lógica conceitual do Quadro 4, foram testadas as seguintes hipóteses teóricas:

H₁: empresas que adotam práticas diferenciadas de GC apresentam variáveis de criação de valor iguais às das empresas que não as adotam ($Valor_{NDGC} = Valor_{MT}$);

H₂: empresas que adotam práticas diferenciadas de GC apresentam desempenho econômico-financeiro igual ao das empresas que não as adotam ($Desempenho_{NDGC} = Desempenho_{MT}$);

H₃: as variáveis de criação de valor das empresas do grupo de tratamento que migraram para os NDGC não sofreram mudanças significativas após a adesão ($Valor_{antes} = Valor_{após}$);

H₄: o desempenho econômico-financeiro das empresas do grupo de tratamento que migraram para os NDGC não sofreu mudanças significativas após a adesão ($Desempenho_{antes} = Desempenho_{após}$).

A criação de valor foi mensurada pelas variáveis q de Tobin e *Market-to-Book Ratio*, enquanto o desempenho econômico-financeiro foi mensurado pelas variáveis Retorno Sobre Ativo (*ROA*), Retorno Sobre Capital Próprio (*ROE*), Lucro Líquido e Lucro Operacional (*EBIT*).

3. METODOLOGIA

Nesta pesquisa é investigado se empresas listadas nos NDGC apresentam desempenho econômico-financeiro e criaram valor em escala superior às empresas listadas no mercado tradicional. Dessa forma, parte-se da premissa de que a adequação das empresas às exigências do NM e dos NDGC pode levar a um melhor desempenho em relação às empresas listadas no MT. No modelo empírico, o trimestre da adesão aos NDGC é uma variável (*dummy*) independente, enquanto duas variáveis de criação de valor (q de Tobin e *Market-to-Book ratio*) e quatro medidas de desempenho econômico-financeiro (*ROA* e *ROE*, Lucro Líquido e *EBIT*) atuam como variáveis dependentes. Foram utilizadas variáveis de controle, a fim de isolar sua influência sobre as variáveis de interesse da pesquisa. A escolha das variáveis (independente, dependentes e de controle) e a metodologia desenvolvida têm por base os estudos que analisam a relação entre desempenho e governança.

O grupo de empresas que já estava listado ou que migrou do MT para os NDGC foi chamado de grupo de tratamento, enquanto o grupo de empresas listadas no MT foi chamado de grupo de referência. Dessa forma, o modelo econométrico utilizado prevê a necessidade de controle do efeito do evento (listagem nos NDGC) sobre outras variáveis. É atribuído o número zero às empresas do grupo que não apresentaram o evento (referência) e o número 1 às empresas que já apresentavam o evento em questão e empresas que passaram a ter o evento (MEYER, 1995).

A variável independente para GC é uma *dummy* que visa captar o trimestre da migração das empresas do MT para algum dos NDGC. Essa informação foi obtida da BM&Fbovespa e, em sua operacionalização, foi atribuído 1 às empresas que já estavam listadas nos NDGC antes de 2005

e permaneceram até o final de 2011 e, também, às empresas que aderiram aos níveis no período de análise (após a adesão); 0 às empresas que estavam listadas no mercado tradicional (antes ou após 2005) e ao período anterior à adesão daquelas que migraram para os NDGC. A amostra foi oriunda de um corte que englobou o primeiro trimestre de 2005 (2005:1) e o quarto trimestre de 2011 (2011:4).

3.1. Variáveis do Modelo

O modelo da pesquisa conta também com variáveis de controle, selecionadas com base na

possível influência que exercem sobre as variáveis dependentes. Essas variáveis de controle são também independentes e, caso tivessem forte correlação com algumas dessas variáveis e fossem omitidas do modelo, a relação entre as variáveis de interesse poderia não ser evidenciada de forma correta. A operacionalização, explicação teórica e sinal esperado dos coeficientes das variáveis de controle estão apresentados no Quadro 4.

Quadro 4 – Operacionalização, explicação teórica e sinal esperado dos coeficientes das variáveis utilizadas

Nº	Sigla	Variável	Definição Operacional	Sinal	Interpretação Teórica
1	D_GC	Governança Corporativa	GC = 1 para empresas listadas nos NDGC (já listadas ou que migraram); 0 para empresas do MT	+	Empresas com governança diferenciada são mais propensas a apresentar desempenho ⁽ⁱ⁾ superior às do MT
2	q de Tobin	q de Tobin	$q = \frac{VMON_{ij} + VMPN_{ij} + DIVT}{AT}$ (ii)	NA	
3	M / B	Market-to-Book ratio	$M / B + \frac{Market Value Firm}{Book Value}$ (iii)	NA	
4	Earnings Before Interest and Taxes	EBIT	EBIT = Receitas – custos e despesas operacionais	NA	NA ^(iv)
5	LL	Lucro Líquido	LL = Receitas – custos – despesas (operacionais e financeiras) – impostos – dividendos	NA	VD
6	ROA	Return on Assets	$ROA = \frac{LAJIR}{AT}$ (v)	NA	
7	ROE	Return on Equities	$ROE = \frac{LL}{PL - LL}$	NA	
8	Alav	Alavancagem Financeira	$Alav = \frac{Dívida Bruta Total^{(vi)}}{AT}$	+ ou -	Credores podem exigir maior transparência (GC) de empresas endividadas. Por outro lado, para estas empresas a disciplina da dívida ^(vii) reduz, <i>ceteris paribus</i> , a necessidade de implantação de mecanismos adicionais, e potencialmente dispendiosos, de GC ^(viii)
9	LN(AT)	Tamanho	Logaritmo Neperiano do ativo	+	Empresas maiores tendem a apresentar níveis mais elevados de GC e desempenho superior

10	Conc_ON	Concentração do Controle	Porcentagem das ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas	-	Quanto maior for a concentração do controle, maior será a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários externos e, conseqüentemente, piores as práticas de GC e o desempenho da empresa ^(ix)
11	Conc_ON-PN	Concentração de Propriedade	Porcentagem das ações ordinárias e preferenciais detidas pelos três maiores acionistas	+	Quanto maior a propriedade de direitos sobre fluxos de caixa por parte dos controladores, menor a expropriação dos minoritários e, conseqüentemente, melhor o desempenho da empresa, apesar de piores as práticas de GC ^(x)
12	D_FAM	Empresa com controle familiar	D_FAM = 1 se empresa é controlada por uma família (ou grupo de famílias formalmente unido por acordo de acionistas); 0 caso contrário	+	Empresas familiares tendem a apresentar piores práticas de GC, porém melhor desempenho ^(xi)
13	D_ADR	Empresas com ADR ^(xii) nível II ou III	D_ADR = 1 se empresa possui programa de ADR nível II ou III; 0 caso contrário	+	Empresas com programas de ADRs têm de se enquadrar em padrões mais rígidos de GC, devendo apresentar melhores práticas de GC e melhor desempenho

(i) engloba o desempenho econômico-financeiro e criação de valor; (ii) aproximação simplificada do q de Tobin original, proposta por Chung e Pruitt (1994: 72), na qual $VMON_{ij}$ e $VMPN_{ij}$ = valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais da empresa, respectivamente; DIVT = valor contábil da dívida total da empresa (passivos circulantes - ativos circulantes + estoques + exigível a longo prazo); AT = valor contábil ativo total da empresa; (iii) *Market Value of Firm* = valor de mercado da empresa (cotação ações preferenciais x quantidade de ações preferenciais + cotação ações ordinárias x quantidade de ações ordinárias); *Book Value* = valor contábil do patrimônio líquido (PL); (iv) NA = não se aplica, VD = variável dependente; (v) LAJIR = lucro antes de juros e imposto de renda; (vi) Dívida Bruta Total = empréstimos e financiamentos de curto prazo + exigível a longo prazo; (vii) Segundo Jensen (1986) e Williamson (1996), decorre tanto das restrições contratuais específicas, estabelecidas pelos credores, quanto do comprometimento da empresa com a distribuição regular de caixa, que reduz a discricionariedade gerencial no uso dos recursos dos investidores; (viii) Silveira, Perobelli e Barros (2008); (ix) Carvalhal-da-Silva (2004); (x) Claessens, Djankov e Lang (2000) e Claessens *et al.* (2000); (xi) Morck, Shleifer e Vishny (1988); (xii) *American Depositary Receipts*.

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.2. Modelo Empírico

Os modelos para dados em painel, por meio do processo chamado *pooling*, fazem uma análise quantitativa das relações existentes entre as variáveis, agrupando dados em séries temporais e seccionais (*cross-section*) no mesmo modelo, permitindo ao mesmo tempo explorar as variações das variáveis ao longo do tempo e entre diferentes indivíduos (unidades ou grupos) e

econômico-financeiro (*EBIT*, *LL*, *ROA*, *ROE*) e proporcionando, conseqüentemente, estimações mais completas e mais eficientes dos modelos econométricos.

Nesta pesquisa foi utilizado o modelo para dados em painel (balanceado), uma vez que cada unidade de dados temporais apresenta o mesmo número de observações ao longo do período analisado. O modelo empírico estimado para testar as hipóteses 1 e 2 (H_1 e H_2) foi:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 \cdot D_GC_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j \cdot VC_{jit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad [\text{equação 1}]$$

em que:

Y_{it} = medidas de desempenho

de criação de valor (q de Tobin e *Market-to-Book ratio*) da companhia i no trimestre t ; β_1 = constante do modelo; $D_GC = dummy$ para a variável GC, que assume 1 para empresas listadas nos NDGC (já listadas ou que migraram) e 0 para empresas do MT; VC_{jit} = variável de controle j , de um total de k variáveis, medida para a companhia i no trimestre t (Alav, LN(AT), Conc_ON, Conc_ONPN, D_FAM, D_ADR); α_i = efeito fixo ou aleatório eliminado ao se realizar a diferenciação; ε_{it} = termo de erro que capta o componente não sistemático, parcela de Y_{it} não explicada pelo modelo.

Partindo da hipótese de que empresas que adotam práticas de GC diferenciadas apresentam desempenho econômico-financeiro e criação de valor superior aos de empresas do

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 \cdot D_GC_{it} + \beta_3 \cdot D_GC_{it} \cdot D_Mult_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j \cdot VC_{jit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad [\text{equação 2}]$$

em que:

Y_{it} = medidas de desempenho econômico-financeiro (*EBIT*, *LL*, *ROA*, *ROE*) e de criação de valor (q de Tobin e *Market-to-Book ratio*) da companhia i no trimestre t ; β_1 = constante do modelo; $D_GC = dummy$ para a variável GC, que assume 1 para empresas listadas nos NDGC (já listadas ou que migraram) e 0 para empresas do MT; $D_Mult_{it} = 1$ para empresas após a adesão e 0 para o período anterior à adesão aos NDGC, para as 16 empresas que migraram no período analisado; VC_{jit} = variável de controle j , de um total de k variáveis, medida para a companhia i no trimestre t (Alav, LN(AT), Conc_ON, Conc_ONPN, D_FAM, D_ADR); α_i = efeito fixo ou aleatório eliminado ao se realizar a diferenciação; ε_{it} = termo de erro que capta o componente não sistemático, parcela de Y_{it} não explicada pelo modelo.

Os modelos de pesquisa foram estimados pelos procedimentos de Efeito Aleatório (EA) e Efeito Fixo (EF). Para cada variável dependente foi realizado o teste de Wu-Hausman, para verificar qual modelo (EA ou EF) seria o mais adequado para a análise. Segundo Wooldridge (2006) e Johnston e Dinardo (1997), o teste de Wu-Hausman verifica as propriedades dos estimadores dependendo da correlação entre α_i e os

regressores. Ele testa a hipótese nula de que o estimador em efeitos aleatórios é correto, uma vez que:

MT, espera-se que o coeficiente estimado β_2 seja positivo e significativo estatisticamente.

No modelo empírico estimado para testar as hipóteses 3 e 4 (H_3 e H_4) foi incluída uma *dummy* multiplicativa para a *dummy* de GC, que assume valor 1 para empresas após a adesão e 0 para o período anterior à adesão aos NDGC, para as 16 empresas que migraram no período analisado. O objetivo desta análise é verificar o impacto da adesão aos NDGC apenas para as empresas que migraram durante o período de análise da amostra. No caso, soma-se o coeficiente das duas *dummies* e verifica-se o impacto. Dessa forma, além da comparação das empresas listadas nos NDGC com as do MT, o intuito é comparar o desempenho econômico-financeiro e a criação de valor das empresas antes e depois da adesão aos NDGC. O modelo utilizado nesta análise foi:

regressores. Ele testa a hipótese nula de que o estimador em efeitos aleatórios é correto, uma vez que:

1. se os efeitos são não correlacionados, o efeito aleatório (EA) é consistente e eficiente. O estimador em efeito fixo (EF) é consistente, mas não é eficiente.
2. se os efeitos são correlacionados, o estimador de efeito fixo (EF) é consistente e eficiente, mas o de efeito aleatório (EA) é inconsistente.

Dessa forma, se há ausência de correlação entre o efeito fixo e as variáveis explicativas do modelo, deve-se adotar o modelo de efeito aleatório. O modelo de efeito fixo seria mais apropriado no caso da presença de correlação entre os regressores e variáveis binárias de efeito fixo. Conforme se observa na Tabela 1, o resultado do teste indicou que o modelo de efeitos fixos era o mais adequado, uma vez que o teste rejeitou a hipótese nula de que a diferença entre os coeficientes estimados segundo os dois modelos não era sistemática.

A Tabela 1 apresenta os testes de especificação de Wu-Hausman realizados para cada variável dependente, para identificar se o procedimento adequado seria de efeito aleatório (EA) ou de efeito fixo (EF):

Tabela 1 – Resultado do Teste de Wu-Hausman

	Resultados com a <i>dummy</i> multiplicativa				Resultados sem a <i>dummy</i> multiplicativa			
	<i>p-value</i>	EA/EF	D_GC	D_Mult	<i>p-value</i>	EA/EF	D_GC	
<i>q</i> de Tobin	0,0011	EF	-	+	<i>q</i> de Tobin	0,0005	EF	+
<i>M/B</i>	0,0546	EA	+	-	<i>M/B</i>	0,0299	EF	+
<i>EBIT</i>	0,2244	EA	-	-	<i>EBIT</i>	0,2706	EA	-
LL	0,2902	EA	-	-	LL	0,3708	EA	-
<i>ROA</i>	0,2897	EA	+	-	<i>ROA</i>	0,1742	EA	+
<i>ROE</i>	0,0503	EA	+	+	<i>ROE</i>	0,0265	EF	+

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para cada teste de Wu-Hausman que apresentava $p\text{-value} < 0,05$, verificou-se também se existia a possibilidade de não considerar a característica de dados em painel do modelo, para o que foi necessária a observação dos resultados de uma estimação *pooled* (Mínimos Quadrados Ordinários - MQO). Isso foi feito por meio do teste F, que testa a hipótese nula de que todos os parâmetros de efeito não observável são iguais a zero. A não rejeição desta hipótese implicaria que o modelo de MQO simples (sem as características dos dados em painel) seria o mais adequado. Os resultados do teste F mostraram que em todos os modelos foram mantidas as características de dados em painel, selecionando-se então o modelo adequado EA ou EF.

Nos modelos estimados com a *dummy* multiplicativa (D_Mult), nenhuma variável utilizada apresentou significância estatística a 1%, 5% e 10%, e, conseqüentemente, não se confirmaram H_3 e H_4 . Entretanto, o sinal negativo da *dummy* multiplicativa em uma das duas variáveis de criação de valor e em três das quatro variáveis de desempenho econômico-financeiro sinaliza uma possível piora desses indicadores após a adesão aos NDGC. Portanto, os resultados apresentados na seção 4 se referem apenas aos modelos sem a *dummy* multiplicativa para testar H_1 e H_2 .

3.3. Dados e amostra

Os dados utilizados nesta pesquisa compõem um painel de dados trimestrais de companhias abertas não financeiras listadas na BM&FBovespa dos trimestres 2005:1 a 2011:4. Inicialmente, obteve-se da BM&FBovespa uma lista com 181 empresas listadas contendo a data exata dos seguintes eventos de cada uma: adesão, cisão, deslistagem, fusão, IPO (*Initial Public Offering*), migração e reestruturação. Do total de empresas, 124 estavam listadas no Novo Mercado, 19 no nível 2 de GC (N2GC), 36 no nível 1 de GC, (N1GC) e 2 na Bovespa Mais. Dessa lista, foram excluídas: a) empresas do setor financeiro; b) empresas listadas no Bovespa Mais; c) empresas que apresentaram outros eventos, restando apenas aquelas que haviam realizado a adesão ou migração de um mercado para outro. Foram então selecionadas as empresas que atuam como grupo de referência dentro da metodologia proposta: empresas listadas no MT dos mesmos setores de atuação e de porte semelhante (quando possível), que apresentavam dados relativos às variáveis de interesse do estudo. A amostra final ficou com 66 empresas, apresentadas no Quadro 5, das quais 25 são do mercado tradicional (grupo de referência), 25 já estavam listadas nos NDGC antes de 2005 e 16 migraram durante o período de análise. Dessa forma, o painel balanceado com os dados das 66 empresas da amostra nos 28 trimestres da análise é composto de 1.848 observações.

Quadro 5 – Amostra de pesquisa

Empresa	Ação	Mercado	Empresa	Ação	Mercado	Empresa	Ação	Mercado
AES Tietê	PN	MT	Fibria	PN	NM	Randon Part.	PN	N1
All Amer Lat	ON	NM	F. Taurus*	PN	N2	Rasip Agro	PN	MT
Alpargatas	PN	N1	Fras-Le	PN	N1	Rede Energia	PN	MT
Ambev	PN	MT	Gerdau	PN	N1	Rossi Resid	ON	NM
Bardella	PN	MT	Gerdau M.	PN	N1	Sanepar	PN	MT
Braskem	PNA	N1	Gol	PN	N2	Santanense	PN	MT
BRF Foods	ON	NM	Grendene	ON	NM	Sao Carlos*	ON	NM
Celpe	PNA	MT	Guararapes	ON	MT	Saraiva Livr*	PN	N2
Cemig	PN	N1	Inepar*	PN	N1	Sid. Nacional	ON	MT
Cesp*	PNB	N1	I-Maxion*	ON	NM	Souza Cruz	ON	MT
Coelba	ON	MT	Karsten	PN	MT	Suzano Papel	PNA	N1
Coelce	PNA	MT	Klabin	PN	N1	Tam*	PN	N2
Comgás	PNA	MT	L. Americ	PN	MT	Tekno	PN	MT
Confab	PN	N1	Mangels	PN	N1	Telef. Brasil	PN	MT
Copel*	PNB	N1	Marcopolo	PN	N2	Tim Part.*	ON	NM
Coteminas	PN	MT	M. Leve*	ON	NM	Tractebel*	ON	NM
CPFL Energia	ON	NM	Natura	ON	NM	Tupy	ON	MT
Eletropaulo	PN	N2	Oi	PN	MT	Ultrapar*	ON	NM
Embraer*	ON	NM	P. Açúcar	PN	N1	Unipar	PNB	N1
Embratel Part.	PN	MT	Petrobrás	PN	MT	Usiminas*	PNA	N1
Eternit*	ON	NM	Plascar	ON	MT	Vale	PNA	N1
Fibam	PN	MT	Portobello*	ON	NM	Weg	ON	NM

(*) empresas que migraram no período analisado.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os dados secundários sobre cotações e demonstrativos financeiros referentes às variáveis dependentes (desempenho econômico-financeiro e de criação de valor) e independentes (GC e controle) foram obtidos da base de dados Economática®, enquanto as informações sobre os segmentos de listagem das empresas da amostra foram obtidas do *site* da BM&FBovespa. Os

testes econométricos foram realizados no *software* Stata.

4. RESULTADOS

4.1. Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis independentes do modelo.

Tabela 2 – Estatísticas Descritivas das Variáveis Utilizadas

Variável	Unidade	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-padrão
<i>q</i> de Tobin		0,22	9,49	1,29	1,06	0,98
<i>M/B</i>		0,12	47,94	2,86	1,82	4,01
<i>EBIT</i>	R\$ 1.000	-2.335.191,00	16.139.814,00	501.080,91	111.308,00	1.673.739,25
<i>LL</i>	R\$ 1.000	-2.391.650,00	12.433.387,00	317.217,07	60.149,00	1.182.258,46
<i>ROE</i>		-91,50	114,40	4,84	4,10	9,80
<i>ROA</i>		-52,60	12,80	1,84	1,70	2,71
Alavancagem	%	0,00	76,90	28,41	27,80	14,38
LN(AT)	%	11,01	20,21	15,19	15,17	1,70
CON_ON	%	18,80	100,00	77,68	80,90	19,93
CON_ONPN	%	12,90	98,60	56,72	54,20	20,74

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme se observa na Tabela 2, a variável *q* de Tobin apresenta valores e desvio-padrão

menores do que a variável *M/B*. O lucro líquido (LL) médio representa 63,3% do lucro

operacional (*EBIT*), e metade das empresas apresenta *EBIT* e *LL* inferiores a R\$111,3 e R\$ 60,1 milhões, respectivamente. O *ROE* apresenta valores e desvio-padrão maiores do que o *ROA*. Além disso, pode-se dizer que as empresas analisadas apresentam baixo grau de alacancagem (em média, 28,41% do AT financiado com recursos onerosos de terceiros), elevado grau de concentração de propriedade (média de 77,68% do capital votante está nas mãos dos acionistas controladores) e concentração

do capital nas mãos dos acionistas controladores (média global de 56,72% do capital total).

4.2. Resultados para as Variáveis de Criação de Valor

Conforme se observa na Tabela 3, somente no modelo da variável q de Tobin é que a variável *D_GC* apresentou significância estatística a 10%. Considerando-se os dois modelos, além da constante, outras quatro variáveis de controle distintas apresentaram significância estatística.

Tabela 3 – Regressão em Painel com Efeito Fixo – Variáveis q de Tobin e *M/B*

q de Tobin				<i>M/B</i>		
Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	$p> z $	Coefficiente	Erro-Padrão	$p> z $
Constante	6,14211	0,52218	0,000***	13,01624	2,06972	0,000***
<i>D_GC</i>	0,10848	0,06283	0,084*	0,03287	0,24902	0,895
<i>ALAV</i>	-0,00580	0,00156	0,000***	-0,00227	0,00617	0,713
<i>LN(AT)</i>	-0,33548	0,03297	0,000***	-0,72250	0,13069	0,000***
<i>Conc_ON</i>	-0,00248	0,00163	0,128	-0,01384	0,00645	0,032**
<i>Conc_ON-PN</i>	0,00878	0,00169	0,000***	0,03279	0,00672	0,000***
<i>D_FAM</i>	0,22520	0,47441	0,635	0,38881	1,88037	0,836
R-quadrado	0,0913 (intra); 0,0011 (entre)			0,0306 (intra); 0,0003 (entre)		
Obs.	1.848			1.848		

Notas: 1. $p>|z|$ corresponde ao valor de probabilidade associado à estatística Z de cada coeficiente estimado; 2. O R-quadrado é subdividido em intraempresa e entre empresas; 3. ***, **, * significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente; 4. variável *D_ADR* foi omitida pelo modelo em razão de colinearidade.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No modelo com procedimento de efeito fixo para a variável dependente q de Tobin, o sinal do coeficiente β revelou-se positivo e apresentou significância estatística a 10%, levando, portanto, à rejeição de H_1 , de que empresas listadas nos NDGC apresentam variáveis de criação de valor iguais àquelas do MT. Esse resultado vai ao encontro do que é sugerido pela literatura e esperado pelas empresas quando de sua adesão aos padrões mais elevados de GC: que empresas que adotam práticas diferenciadas de GC são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas. Esse resultado encontra-se em conformidade com os obtidos por Caixe e Krauter (2014), Rossoni e Machado-da-Silva (2013), Melo *et al.* (2013),

Lameira, Ness Jr. e Macedo-Soares (2007) e Silveira, Barros e Famá (2006). De uma maneira geral, a grande maioria dos trabalhos revisados apresenta resultados que indicam um aumento do valor de mercado (q de Tobin) devido à adesão aos NDGC.

No modelo com procedimento de efeito fixo para a variável dependente *Market-to-Book Ratio* (*M/B*), o sinal do coeficiente β também se revelou positivo, não apresentando, porém, significância estatística e, conseqüentemente, não permitindo a rejeição de H_1 , de que empresas listadas nos NDGC apresentam variáveis de criação de valor iguais àquelas do MT. É válido destacar que o sinal positivo dessa variável está em consonância

com o sinal da outra variável de criação de valor q de Tobin, que, por sua vez, apresentou significância estatística.

No que se refere às variáveis de controle, a significância estatística das variáveis *Alav*, *LN(AT)*, *Conc_ON* e *Conc_ONPN* sugere, respectivamente, que empresas com GC diferenciada: a) têm tamanho menor (contrariando a literatura); b) utilizam menos recursos de terceiros para se financiar (menos alavancadas); c) apresentam menor concentração das ações ON e d) maior concentração do capital social (ações ON + PN) do que as do MT.

4.3. Resultados para as Variáveis de Desempenho Econômico-Financeiro

Conforme se observa nas Tabelas 4 e 5, nos dois modelos das variáveis de lucratividade (*EBIT* e *LL*) a variável de governança (*D_GC*) apresentou significância estatística, a 5% e a 10%, respectivamente. Considerando-se esses dois modelos, além da constante, outras duas variáveis distintas de controle apresentaram significância estatística. Já nos dois modelos de rentabilidade (*ROA* e *ROE*), a variável de governança (*D_GC*) não apresentou significância estatística.

Tabela 4 – Regressão em Painel com Efeito Aleatório – Variáveis *EBIT* e *LL*

<i>EBIT</i>				Lucro Líquido		
Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	p> z	Coefficiente	Erro-Padrão	p> z
Constante	-4.872.392	662.343,2	0,000***	-4.042.741	532.568,5	0,000***
<i>D_GC</i>	-178.164,4	80.301,01	0,027**	-127.691,8	65.725,4	0,052*
<i>ALAV</i>	-8.544,437	2.005,903	0,000***	-9.218,503	1.647,247	0,000***
<i>LN(AT)</i>	355.846,9	41.156,46	0,000***	289.842,7	33.438,24	0,000***
<i>Conc_ON</i>	1.327,357	2.082,566	0,524	1.494,299	1.705,192	0,381
<i>Conc_ON-PN</i>	-140,3325	2.166,723	0,948	581,6273	1.774,041	0,743
<i>D_FAM</i>	199.332,8	336.600,8	0,554	225.341,2	246.172,5	0,360
<i>D_ADR</i>	628.094,1	385.925,8	0,104	326.638,3	271.720,8	0,229
R-quadrado	0,0351 (intra); 0,3126 (entre)			0,0390 (intra); 0,2977 (entre)		
Obs.	1.848			1.848		

Notas: 1. $p>|z|$ corresponde ao valor de probabilidade associado à estatística Z de cada coeficiente estimado; 2. O R-quadrado é subdividido em intraempresa e entre empresas; 3. ***, **, * significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No modelo com procedimento de efeito aleatório para a variável *EBIT*, a *dummy* de GC apresentou significância estatística a 5% e mostra um efeito negativo entre empresas com e sem governança diferenciada, levando à rejeição de H_2 , mas com sinal contrário ao que é preconizado pela literatura sobre o tema. Ou seja, empresas que adotam práticas diferenciadas de GC apresentam desempenho operacional (*EBIT*) menor do que as listadas no MT. Esse resultado controverso pode ser explicado, por um lado, pelo aumento de despesas que ocorre após a adesão aos NDGC, oriundo da maior transparência que é

exigida das empresas no que se refere à divulgação de resultados e informações ao mercado, adequação às exigências e normas da BM&FBovespa, bem como sua manutenção para cada nível de governança (YOKOI, 2012); por outro, os reflexos da listagem em algum nível diferenciado de GC estariam mais ligados à percepção de analistas e investidores, resultando na valorização acionária.

No modelo com procedimento de efeito aleatório para a variável *LL*, a *dummy* de GC apresentou significância estatística a 10% e também mostra um efeito negativo entre empresas

com e sem governança diferenciada, levando à rejeição de H_2 , porém também com sinal contrário ao que é preconizado pela literatura sobre o tema. Dessa forma, os resultados encontrados sugerem que as empresas que adotam práticas diferenciadas de GC apresentam desempenho

econômico-financeiro (LL) pior do que as listadas no MT. A mesma explicação para a variável *EBIT* se aplica para o LL, resultante, possivelmente, do aumento de gastos que ocorre após a adesão aos NDGC e dos reflexos aparentemente mais diretos na cotação acionária no mercado.

Tabela 5 – Regressão em Painel com Efeito Aleatório - Variável ROA e Fixo - Variável ROE

ROA				ROE		
Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	p> z	Coefficiente	Erro-Padrão	p> z
Constante	5,50413	1,6364	0,002***	20,31998	9,91391	0,041**
D_GC	0,01661	0,24275	0,945	1,73427	1,19280	0,146
ALAV	-0,05654	0,00643	0,000***	-0,13532	0,02954	0,000***
LN(AT)	-0,08280	0,11253	0,462	-0,43641	0,62597	0,486
Conc_ON	-0,01214	0,00637	0,057*	-0,06164	0,03091	0,046**
Conc_ON-PN	0,00592	0,00664	0,372	-0,04305	0,03218	0,181
D_FAM	-0,68254	0,47738	0,153	5,81457	9,00694	0,519
D_ADR	-0,17639	0,48883	0,718	----	----	----
R-quadrado	0,0413 (intra); 0,1888 (entre)			0,0242 (intra); 0,0066 (entre)		
Obs.	1.848			1.848		

Notas: 1. p>|z| corresponde ao valor de probabilidade associado à estatística Z de cada coeficiente estimado; 2. O R-quadrado é subdividido em intraempresa e entre empresas; 3. ***, **, * significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente; 4. variável D_ADR foi omitida pelo modelo em razão da colinearidade.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No modelo com procedimento de efeito aleatório para a variável dependente *ROA* e de efeito fixo *ROE*, o sinal do coeficiente β revelou-se positivo, não apresentando, porém, significância estatística e, conseqüentemente, não permitindo a rejeição de H_2 , de que empresas listadas nos NDGC apresentam desempenho econômico-financeiro igual ao daquelas do MT. É válido destacar que o sinal positivo dessas variáveis está em consonância com o que é preconizado pela literatura sobre o tema e pelo senso comum.

No que se refere às variáveis de controle, a significância estatística das variáveis Alav, LN (AT) e Conc_ON sugere, respectivamente, que empresas com governança diferenciada: a) têm tamanho menor (contrariando a literatura); b) utilizam menos recursos de terceiros para se

financiar (menos alavancadas); e c) apresentam menor concentração das ações ON.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As discussões sobre governança emergem da preocupação dos investidores com a gestão dos ativos, o desempenho das firmas e, conseqüentemente, as perspectivas de retorno de seus investimentos. Nesse contexto, o que as empresas que adotam práticas diferenciadas de GC esperam é a melhora do desempenho econômico-financeiro e a valorização das ações no mercado.

Neste artigo verificou-se se a adesão voluntária a padrões mais elevados de governança corporativa (ações negociadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no Novo Mercado da BM&FBovespa) 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 (teoricamente sem governança diferenciada). Para isso, foram analisados dados trimestrais em painel de uma amostra de 66 companhias brasileiras com ações na BM&FBovespa no período compreendido entre 2005:1 e 2011:4, totalizando um painel balanceado de 1.848 observações.

Os resultados foram inconclusivos (a variável independente de governança corporativa não apresentou significância estatística) para as hipóteses de pesquisa 3 e 4 (H_3 e H_4), que tinham por objetivo identificar uma possível melhora no desempenho e na criação de valor após a adesão aos NDGC. Isso, associado ao sinal negativo da *dummy* multiplicativa em uma das duas variáveis de criação de valor e em três das quatro *variáveis* de desempenho econômico-financeiro, sinaliza uma possível piora desses indicadores após a adesão aos NDGC.

No que se refere às variáveis de criação de valor, o sinal positivo e com significância estatística da *dummy* de GC no modelo com a variável q de Tobin sinaliza que empresas que adotam práticas diferenciadas de GC são mais propensas a criar valor para os acionistas do que as do MT. Já em relação ao desempenho econômico-financeiro, o sinal negativo e com significância estatística das variáveis de GC nos modelos do *EBIT* e do *LL* sugere que empresas que adotam práticas diferenciadas de GC apresentam desempenho econômico-financeiro (*EBIT* e *LL*) pior do que as listadas no MT. Se por um lado o pior desempenho pode ser explicado pelos elevados gastos com a adequação e a manutenção das exigências dos NDGC, por outro, a criação de valor pode ser resultado da melhora na percepção que os investidores e o mercado passam a ter das empresas que adotam práticas diferenciadas de GC, cuja consequência seria o aumento da liquidez das ações (maior demanda), levando à sua valorização no mercado.

Além disso, resultados das variáveis de controle sinalizam que existe relação entre adoção de práticas de GC diferenciadas e estrutura de capital (alavancagem), tamanho e concentração do capital votante e total das empresas analisadas, com destaque para as duas primeiras, que se

mostraram mais persistentes nos modelos analisados. Esses resultados estão em consonância com os de Carvalhal-da-Silva (2004).

A contribuição prática desta pesquisa está no fato de que o pior desempenho econômico-financeiro apresentado pelas empresas listadas nos NDGC em relação às do MT é um ponto a ser observado na análise do custo-benefício que uma empresa tem ao adotar práticas diferenciadas de GC, tendo em vista a elevação dos gastos que isso acarreta. Segundo Yokoi (2012), os gastos elevados para se manter nos NDGC começaram a afugentar as empresas, como a Unipar, que migrou do nível 1 de GC para o MT em março de 2012. Certamente, o desempenho econômico-financeiro, juntamente com outros fatores, deve ser pesado na decisão dos gestores de migrar ou de se manter nos NDGC.

Deve ser ressaltada a metodologia diferenciada utilizada nesta pesquisa, por se tratar de um procedimento econométrico mais robusto, com dados em painel e com grupo de referência, no qual foram analisadas variáveis de empresas com e sem GC. Enfim, acredita-se ter atingido a contento os objetivos propostos para o estudo e, como contribuição para o tema, ter encontrado evidências de que, se por um lado as empresas listadas nos NDGC são mais propensas a criar valor para os acionistas, por outro apresentam desempenho econômico-financeiro pior do que as do MT.

Como sugestão para trabalhos futuros, pode-se tentar aumentar a base de dados tanto de empresas do MT quanto das que migraram para os NDGC no período observado, apesar da dificuldade de encontrar empresas que possuam todos os dados financeiros. Pode-se também incluir, retirar ou substituir as variáveis de controle, além de ser possível ampliar o período de análise.

Por fim, como limitações da pesquisa, merecem destaque: a) a quantidade reduzida de empresas com dados suficientes que migrou do MT para os NDGC no período analisado, fato que explica a ausência de significância dos modelos com a *dummy* multiplicativa; b) a dificuldade de montar uma amostra equilibrada de empresas com características semelhantes (tamanho, setor, etc.) com e sem GC diferenciada; c) o período de crise financeira mundial, que engloba boa parte do período em que a análise foi empreendida,

minimizado pelo fato de que atinge todas as empresas analisadas.

6. REFERÊNCIAS

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. *Corporate governance and control*. (ECGI Finance Working Paper n. 02/2002). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=343461>>. Acesso em: 22 out. 2014.

BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and private propriety*. New York: MacMillan, 1932.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS E BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). *Características dos NDGC*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em: 19 maio 2012.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as S/As. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 16 dez. 1976.

BRASIL. Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades por ações, e da Lei nº 6.385, de 7/12/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 6 maio 1977.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as S/As, e na Lei nº 6.385, de 7/12/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 31 out. 2001.

BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A. Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam governança corporativa com relação às empresas do mercado tradicional? *Organizações Rurais e Agroindustriais*, Lavras, v. 10, n. 2, p. 250-263, abr./jun. 2008.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, Vitória, v. 11, n. 1, p. 90-110, jan./mar. 2014. <<http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.5>>.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A Adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. *REGE – Revista de Gestão*, São Paulo, v. 17, n. 2, p. 189-208, abr./jun. 2010.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *RAUSP – Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 369-380, out./nov./dez. 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP – Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; 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.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74, Autumn 1994. <<http://dx.doi.org/10.2307/3665623>>.

CLAESSENS, S. Corporate governance and development. In: GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM FOCUS, 2003, Washington DC. *Proceedings...* Washington DC: World Bank, 2003. p. 1-56. <<http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00511>>.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 6, p. 2741-2771, Dec. 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. *Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia*.

- Washington, 2000. (World Bank Policy Research Paper, n. 2088). <[http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)>.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 58, n. 1, p. 81-112, Jan. 2000.
- DEMSETZ, H. *The emerging theory of the firm*. Acta Universitatis Upsaliensis. Studia Oeconomiae Negotiorum 33. Uppsala. Ireland: Datapage International Ltd., 1992. 55p.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, Malden, v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>>.
- HART, O. *Firms contracts and financial structure*. London, United Kingdom: Oxford University Press, 1995. <<http://dx.doi.org/10.1093/0198288816.001.0001>>.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Conceito de governança corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 20 maio 2012.
- JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-339, 1986. <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)>.
- JENSEN, M. C.; CHEW, D. H. *Governança corporativa nos EUA: as lições dos anos 80*. In: BERNSTEIN, P. L.; DAMODARAN, A. *Administração de investimentos*. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JOHNSTON, J.; DINARDO, J. *Econometrics methods*. 4th ed. California: University of California, Irvine; McGraw-Hill International Editions, 1997. Chapter 12, p. 388-411.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, Malden, v. 54, n.2, p. 471-518, Apr. 1999. <<http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>>.
- _____. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 58, n. 1, p. 3-28, Jan. 2000. <<http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00457>>.
- _____. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, Malden, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, July 2002.
- _____. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998. <<http://dx.doi.org/10.1086/250042>>.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR., V. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *RAUSP – Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 64-73, jan./fev./mar. 2007.
- MELO, R. S.; BATISTA, P. C. S.; MACEDO, A. C. M.; COSTA, R. B. L. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE – Revista de Gestão*, São Paulo, v. 20, n. 1, p. 79-92, jan./mar. 2013.
- MEYER, B. D. Natural and quasi-experiments in economics. *Journal of Business and Economics Statistics*, v. 13, n. 2, p. 151-161, 1995.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 20, n. 1, p. 293-315, Jan. 1988. <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)>.
- NOVAES, W.; ZINGALES, L. *Capital structure choice when managers are in control: entrenchment versus efficiency*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1995. (NBER Working Paper Series, n. 5384).

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – (OCDE). *Experiences from the regional corporate governance roundtables*. Paris, 2003. 92 p. Disponível em: <<http://www.oecd.org/>>. Acesso em: 2 fev. 2012.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – (OECD). *Principles of corporate governance*. Paris, 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/>>. Acesso em: 25 out. 2014.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. *Power in the theory of the firm*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Jan. 2000. Disponível em: <www.nber.com>. Acesso em: 12 fev. 2012.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 53, n. 3, p. 272-289, maio/jun. 2013. <<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902013000300005>>.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, Malden, v. 52, n. 2, p. 737-783, June 1997. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>>.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JÚNIOR, 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*, Santa Maria, v. 5, n. 2, p. 222-242, maio/ago. 2012.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006. <<http://dx.doi.org/10.1108/14720701011035701>>.

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas

controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *RAUSP – Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.

SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. L.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; BARROS, L. A. B. C. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance*, Bradford, v. 10, n. 2, p. 191-202, 2010.

SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

SIMON, H. *Administrative behavior*. 4th ed. New York: The Free Press, 1997.

STULZ, R. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 20, n. 1, p. 25-54, Jan. 1988. <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)>.

TIROLE, J. *The theory of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press, 2006.

WILLIAMSON, O. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O. *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning, 2006. p. 684.

YOKOI, Y. Na ponta do lápis. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, v. 9, n. 106, p. 24-28, jun. 2012.