

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO

CARLA CAROLINNE DOS SANTOS SILVA

ANÁLISE DO REFLEXO DA QUALIDADE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

João Pessoa – PB
2015



CARLA CAROLINNE DOS SANTOS SILVA

**ANÁLISE DO REFLEXO DA QUALIDADE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.
Área de concentração: Administração e Sociedade.

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins

João Pessoa – PB

2015

S586a Silva, Carla Caroline dos Santos.
Análise do reflexo da qualidade de governança corporativa
no processo de avaliação de empresas / Carla Caroline dos
Santos Silva.- João Pessoa, 2015.
75f.
Orientador: Orleans Silva Martins
Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA
1. Administração de empresas. 2. Governança corporativa.
3. Avaliação de empresas. 4. *Value Relevance*.

UFPB/BC

CDU: 658(043)

CARLA CAROLINNE DOS SANTOS SILVA

**ANÁLISE DO REFLEXO DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de Concentração: Administração e Sociedade

Linha de Pesquisa: Informação e Mercado.

Dissertação aprovada em: 24/02/2015

COMISSÃO AVALIADORA:

Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Universidade Federal da Paraíba
Orientador

Prof. Dr. Márcio André Veras Machado
Universidade Federal da Paraíba
Examinador Interno

Profa. Dra. Josete Florêncio dos Santos
Universidade Federal de Pernambuco
Examinador Externo

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, a Deus, razão de minha existência, por ter me dado a oportunidade de chegar até aqui e por ter sido meu sustento em toda essa jornada.

Aos meus pais, José Carlos e Rivailda, meus maiores exemplos, por ensinarem os valores que carrego para a vida, compreenderem minhas ausências e por nunca medirem esforços para me ajudar, principalmente durante esse período tão difícil para mim. Obrigada por serem meu refugio, porque eu pude e posso sempre encontrar segurança em seus braços. A vocês, toda a minha gratidão!

A minha irmã Julliane, por toda cumplicidade e companheirismo, e por me ajudar em tudo o que foi de seu alcance. Você é uma parte de mim, da qual tenho muito orgulho.

Ao meu professor e orientador Orleans Silva Martins, pelo conhecimento compartilhado com tanto empenho e responsabilidade na disciplina de Governança Corporativa, bem como em toda a orientação. Agradeço por toda paciência e disponibilidade destinadas a mim durante esses dois anos. Obrigada por compreender minhas limitações, me orientar nos mínimos detalhes e dispor de grande parte do seu tempo para me ajudar. Foi um privilégio tê-lo como orientador.

Aos professores Márcio André Veras Machado e Josete Florêncio, por aceitarem participar da minha banca e por todas as contribuições destinadas a esse trabalho. Agradeço de modo especial ao professor Márcio, por compartilhar seus conhecimentos tanto na disciplina de Finanças Corporativas, quanto no Estágio Docência e grupo de pesquisa. Agradeço por todo respeito, preocupação, ajuda e incentivo. Foi uma honra poder conviver com você.

A todos os professores do Programa de Pós Graduação em Administração PPGA, que, de forma direta ou indireta, contribuíram para a minha formação profissional e humana. A secretaria do programa, por toda solicitude e profissionalismo, de modo especial à Helena e Diego. Ao CNPq, pelo apoio financeiro em grande parte dessa pesquisa.

A todos os meus colegas da turma 38, de modo especial a Aline, Evemilia, Gustavo, Mariana, Mariúcha, Patrícia e Williana, sou muito grata por todo companheirismo, por todas as palavras de incentivo, por ter tido o privilégio de compartilhar com vocês minhas conquistas, angustias, medos, lágrimas e sorrisos. Poder contar com vocês, tornou todo o peso mais leve.

A Bárbara, Mayara e Raphaela que, apesar do distanciamento inevitável durante esses anos, conseguiram se fazer presentes, obrigada por sempre estarem disponíveis para me ouvir,

apoiar e me motivar quando eu mais precisei. A toda a minha família e amigos, por acreditarem em mim e não me deixarem desanimar.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi analisar o reflexo da qualidade de Governança Corporativa sobre o processo de avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais, considerando o modelo de Ohlson (1995). Recorreu-se aos dados disponíveis de todas as empresas que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2013. Para isso, foi utilizado um modelo de avaliação de empresas com a inclusão de uma variável *proxy* para a qualidade de Governança Corporativa, o Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC), construído com base na Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), no qual foram compreendidas dimensões destinadas a minimizar os problemas de agência, quais foram: Composição do Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Incentivo aos Administradores, *Disclosure*, Proteção aos Investidores, Comitê de Auditoria e Assimetria de Informação. Dentre as dimensões, *Disclosure* foi aquela que obteve maior frequência entre as empresas, por outro lado, a dimensão Comitê de Auditoria obteve menor frequência. O IQGC foi calculado mediante Análise de Componentes Principais (ACP), que consiste em uma média ponderada dos principais componentes gerados, sendo os pesos dados pelas suas respectivas variâncias. A análise do comportamento do IQGC, ao longo do período analisado, revelou uma tendência de crescimento no nível de qualidade da Governança Corporativa das empresas. Para avaliar a relevância do IQGC no processo de avaliação de empresas, foi inserida essa *proxy* no modelo *Residual Income Valuation* (RIV) de Ohlson (1995), modelo de avaliação de empresas baseado em variáveis financeiras que permite a inserção de “outras informações” que possam representar fatores que são importantes para a avaliação de empresas, mas que ainda não foram refletidos pelas variáveis usualmente utilizadas. A análise dos resultados do modelo com dados em painel balanceado permitiu inferir que a qualidade de Governança Corporativa é *value relevante* no mercado brasileiro de capitais, uma vez que o modelo teve o seu coeficiente de determinação acrescido quando da inserção desta variável, o que foi confirmado pelo teste de Wald. De forma adicional, buscou-se investigar se os resultados persistiam quando analisadas as características intrínsecas das empresas: tamanho e liquidez. Os resultados revelaram que as evidências persistem apenas entre as empresas de tamanho médio e entre aquelas de menor liquidez, o que pode estar associado às características específicas do mercado brasileiro. Diante dessas evidências, não se pode rejeitar a hipótese de que a qualidade de Governança Corporativa é *value relevant* para a avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais. Os resultados obtidos nesse trabalho são limitados à amostra e ao período analisados.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Avaliação de empresas. *Value Relevance*.

ABSTRACT

The propose of this research was to analyze the reflection of the quality of Corporate Governance on the process of valuation in Brazilian capital market, considering the Ohlson (1995) model. Was resorted to the data of all companies that traded their shares on the BM&FBOVESPA in the period of 2010-2013. For this, a model of valuation was used, which includes a *proxy* variable for the quality of Corporate Governance, the Index Quality of Corporate Governance (IQGC), based on the agency theory (JENSEN; MECKLING, 1976), which dimensions were included to minimize the agency problems, which were: Composition of the Board of Directors, Ownership Structure and Control Incentive to Directors, Disclosure, Investor Protection, Audit Committee and Asymmetric Information. Among the dimensions Disclosure was the one that had the higher frequency compared to the others companies, however the Audit Committee obtained the lowest frequency. The IQGC was calculated by Principal Component Analysis (PCA), which consists in a weighted average of the principal generated components with the weights given by their respective variances. The analysis on the IQGC behavior, over the analysis period, showed a growth trend in the level of quality of corporate governance on the companies. To assess the relevance of IQGC in the process of valuation has been included in this *proxy* model residual income valuation (RIV) of Ohlson (1995), business valuation model based on financial variables that allow the inclusion of 'other information' that may represent factors that are important for the valuation, but that have not been reflected by the variables used. The analysis results of the data in balanced panel model also shows that the quality of corporate governance is value relevant in the Brazilian capital market, once that the model had his coefficient of determination increased with the entry of this variable, which was confirmed by the Wald test. In addition to, the intrinsic characteristics of the companies sought to investigate whether the results persist when analyzed: Size and Liquidity. The results revealed that the only evidence remain on medium size companies and among those with lower liquidity, which can be associated to the specific characteristics of Brazilian market. Given the evidence, we can not reject the hypothesis that the quality of Corporate is value relevant for the valuation in the Brazilian capital market. The result of this study are limited to the sample and the period analyzed.

Keywords: Corporate Governance. Valuation. Value Relevance.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Adoção por parte das empresas das práticas que compõem o IQGC. 2010-2013..	45
Tabela 2 - Evolução do IQGC ao longo do período. 2010-2013.....	49
Tabela 3 - Evolução do IQGC ao longo do período (scree-plot). 2010-2013.	49
Tabela 4 - Importância relativa das dimensões e indicadores do IQGC. 2010-2013.	50
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis do modelo de Ohlson (1995). 2010-2013.....	51
Tabela 6 - Matriz de correlação de Spearman das variáveis de avaliação das empresas. 2010- 2013.....	51
Tabela 7 – Testes de especificação e análise da persistência dos lucros residuais e do IQGC. 2010-2013.....	53
Tabela 8 – Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohson (1995). 2010-2013. ...	54
Tabela 9 - Análise da persistência dos lucros residuais e do IQGC. 2010-2013.....	56
Tabela 10 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995). 2010-2013..	57
Tabela 11 - Persistência dos lucros residuais e do IQGC para as subamostras de Tamanho. 2010-2013.....	59
Tabela 12 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995) para as subamostras de tamanho. 2010-2013.....	61
Tabela 13 - Persistência dos Lucros Residuais e do IQGC para as subamostras de liquidez. 2010-2013.....	62
Tabela 14 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995) para as subamostras de liquidez. 2010-2013.	64

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	11
1.2 OBJETIVOS	14
1.2.1 Objetivo Geral	14
1.2.2 Objetivos específicos	14
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES.....	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	18
2.2 DIMENSÕES DA QUALIDADE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	20
2.2.1 Composição do Conselho de Administração	22
2.2.2 Estrutura de Propriedade e Controle	24
2.2.3 Incentivos aos Administradores	25
2.2.4 Disclosure	26
2.2.5 Proteção aos Investidores	27
2.2.6 Comitê de Auditoria	28
2.2.7 Assimetria de Informação	28
2.3 RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS	29
2.4 MODELO DE AVALIAÇÃO DE OHLSON (1995).....	31
2.5 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA	34
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	37
3.1 PLANO AMOSTRAL E COLETA DE DADOS	37
3.2 DEFINIÇÃO DOS MODELOS	38
3.2.1 Índice da Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)	38
<i>3.2.1.1 Método de mensuração da qualidade da Governança Corporativa</i>	<i>40</i>
3.2.2 Avaliação de Empresas e a Qualidade da Governança Corporativa	42
<i>3.2.2.1 Características intrínsecas das empresas</i>	<i>44</i>
3.2.3 Estimação dos Modelos	44

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	45
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	45
4.2 ANÁLISE DO CONTEÚDO INFORMATIVO DO IQGC.....	52
4.3 INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS INTRÍNSECAS DAS EMPRESAS	58
4.3.1 Influência do Tamanho	59
4.3.2 Influência da Liquidez	62
5 CONCLUSÃO.....	66
REFERÊNCIAS	69

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Diante do crescimento dos mercados de capitais, motivado pela expansão das empresas existentes e pela abertura de capital de novas companhias, o que se tem observado de forma cada vez mais comum é a consequente separação entre a propriedade e o controle das empresas, fenômeno que tem dado espaço ao denominado conflito de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), decorrente do conflito de interesses existente entre o proprietário (principal) e o gestor (agente), tendo em vista que ambas as partes dessa relação são maximizadoras de utilidade.

Jensen e Meckling (1976) explicam que o fato de que os gestores têm acesso a informações privilegiadas, tanto no que tange à sua própria gestão, quanto às redes contratuais e à atuação no mercado, permite que tomem decisões que lhes conceda privilégios e maximizem seu bem-estar, sem levar em conta os interesses dos proprietários da firma. No entanto, apesar de ter sua origem na relação agente-principal, isso não implica que esta é a única, ou a mais importante, fonte de conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), uma vez que as relações contratuais ocorrem entre os diversos participantes de uma empresa, onde cada parte está interessada na maximização do seu próprio bem-estar.

Em mercados onde existe uma grande concentração acionária, como é o caso do Brasil, o conflito de interesses originado da relação majoritário-minoritário é a principal causa dos problemas de agência que os países enfrentam, visto que quando o controle da companhia está concentrado em um pequeno grupo de investidores, é possível que os acionistas controladores assumam um comportamento oportunista, através da expropriação dos direitos dos acionistas minoritários (LA PORTA *et al.*, 1998, 1999).

É nesse contexto de conflito de interesses, no qual o destino das companhias é traçado, que surge a Governança Corporativa, como forma de alinhar os interesses corporativos dos proprietários, gestores e a demais participantes de uma empresa. A Governança Corporativa é conceituada por Shleifer e Vishny (1997) como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores (proprietários) garantem a obtenção do retorno sobre seu investimento, uma vez que, de acordo com La Porta *et al.* (2000), os benefícios que podem ser adquiridos por parte dos gestores ou acionistas controladores (assumindo que são maximizadores de utilidade), por sua posição na empresa e acesso direto às informações, reduzem a riqueza dos reais proprietários dos direitos da empresa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2014) afirma que a Governança Corporativa se preocupa em criar um conjunto de mecanismos eficientes, tanto de incentivo, quanto de monitoramento, com a finalidade de assegurar que o comportamento dos gestores (agente) esteja sempre de acordo com o interesse dos acionistas (principal). Nesse sentido, a boa governança proporciona aos proprietários uma gestão estratégica de suas empresas e o monitoramento da atuação da direção executiva. Para isso, utiliza ferramentas capazes de assegurar o controle da propriedade sobre a gestão, sendo as principais: o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal (IBGC, 2014).

No campo acadêmico, o interesse na Governança Corporativa tem se revelado de maneira interdisciplinar, atingindo não apenas as áreas de Economia e Finanças, mas também áreas como Direito, Administração e Contabilidade (BEBCHUK; WEISBACH, 2010). De acordo com Ribeiro *et. al* (2012), os estudos realizados sob a temática da Governança Corporativa no Brasil, em sua maioria, residem na determinação de suas práticas, desempenho empresarial e estrutura de propriedade. Adicionalmente, Duarte, Cardozo e Vicente (2012) identificaram que o perfil das produções científicas do tema Governança Corporativa se centra no relacionamento desta com o desempenho, comportamento das ações, informação contábil e conflitos de interesse.

Lopes (2001) relata que, desde os primeiros estudos sobre Governança Corporativa, o papel da Contabilidade tem sido reconhecido e considerado fundamental, tanto no que tange ao estabelecimento de contratos entre os proprietários e os gestores, quanto como importante redutora de assimetria informacional. Para o IBGC (2014), a Governança Corporativa adota como linha mestra conceitos relacionados à Contabilidade, tais como: *disclosure*, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa, como meio de explicar e solucionar os conflitos existentes entre os interesses dos usuários das informações. Por essa razão, é possível perceber uma forte interação entre a Governança Corporativa e a Contabilidade, na busca pela minimização dos custos de agência e de problemas provenientes da assimetria de informação.

Nesse sentido, quanto aos estudos em Contabilidade, Macedo *et al.* (2011) observa que pesquisas têm se voltado à discussão acerca da importância da informação contábil para o desenvolvimento do mercado de capitais, tendo em vista que a literatura, segundo Santos *et al.* (2010), tem relatado várias constatações sobre a relevância e as consequências econômicas da informação contábil no mercado de capitais. Por relevância de uma informação contábil, entende-se a sua capacidade de influenciar os preços das ações (FRANCIS; SHIPPER, 1999). Nesse contexto, Barth, Beaver e Landsman (2001) ratificam

que uma informação tem *value relevance*, ou seja, é relevante, quando está associada ao valor de mercado da empresa.

Em relação ao valor, Denis e McConnell (2003) afirmam que a Governança Corporativa é um instrumento indutor da tomada de decisão dos gestores em prol da maximização do valor da companhia para os acionistas. Ou seja, investir na qualidade da Governança Corporativa implica em maior valor para as empresas, uma vez que transmite aos investidores maior segurança sobre seus investimentos. Sendo assim, uma boa governança é tão importante quanto as informações contábeis fidedignas para assegurar os interesses dos investidores.

Ainda no sentido de criação de valor, observa-se na literatura estudos que procuram verificar se a qualidade de Governança Corporativa implica em maior valor para as companhias que a possui. Por se tratar de um conceito abstrato, esses estudos, em grande parte, utilizaram ou elaboraram métricas capazes de capturar o grau de Governança Corporativa de uma empresa, sob a forma de índices, em que diferentes mecanismos e práticas são representados em uma única medida. Esses estudos constataram que a qualidade da Governança Corporativa influencia positivamente o valor das empresas (KLAPPER; LOVE, 2002; BEINER *et al.*, 2004; CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; BLACK; JANG; KIM, 2006; SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2006; SILVEIRA; BARROS, 2007; AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011), de modo a inferir que aquelas empresas que apresentam maior qualidade de Governança Corporativa são mais bem vistas pelo mercado.

Diante das evidências supracitadas, de que a Governança Corporativa influencia positivamente o valor das empresas, supõe-se que a mesma possa influenciar ainda o seu processo de avaliação. Sendo assim, torna-se necessário a existência de um modelo de avaliação que considere os possíveis efeitos gerados pela qualidade da Governança Corporativa. Nesse contexto, Ohlson (1995), além de apresentar como suporte conceitos clássicos de finanças e números contábeis em seu modelo de avaliação de empresas, permite a inclusão de uma variável denominada “outras informações”, onde é possível inserir fatores relevantes no processo de avaliação que não foram refletidos pela Contabilidade, assumindo que os números contábeis não constituem a única fonte de informações para avaliar uma empresa (KOTHARI, 2001), visto que existem numerosos fatores que podem ser determinantes nesse processo.

Nessa perspectiva, pretende-se atribuir à variável “outras informações” a qualidade da Governança Corporativa, como forma de avaliar o seu reflexo no mercado de capitais. Portanto, levando-se em consideração que a qualidade da Governança Corporativa

pode agregar valor aos modelos de avaliação de ativos, este estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: **qual é o reflexo da qualidade da Governança Corporativa sobre o processo de avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar o reflexo da qualidade de Governança Corporativa sobre o processo de avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais, considerando o modelo de Ohlson (1995) para avaliar seu *value relevance*.

1.2.2 Objetivos específicos

Para se chegar ao objetivo geral deste estudo, foram perseguidos os seguintes objetivos específicos:

- Elaborar uma *proxy* da qualidade de Governança Corporativa, a partir algumas de suas principais dimensões, constituindo um índice;
- Analisar a qualidade da Governança Corporativa das empresas no Brasil e sua relação com características intrínsecas dessas companhias;
- Verificar o efeito do Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC) na avaliação das empresas a partir do modelo de Ohlson (1995).

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES

Diante da importância da Governança Corporativa como redutora dos conflitos de agência entre os participantes de uma empresa, estudos têm sido desenvolvidos, no sentido de procurar uma relação entre a Governança Corporativa adotada pelas empresas e seu valor de mercado, em que foram obtidas evidências de que ela exerce influência positiva no valor das empresas (KLAPPER; LOVE, 2002; BEINER *et al.*, 2004; CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; BLACK; JANG; KIM, 2006; SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2006; SILVEIRA; BARROS, 2007; AMMANN; OESCH; SCHMID, 2011).

A partir dessas evidências, supõe-se, neste estudo, que a qualidade da Governança Corporativa pode contribuir com o processo de avaliação de empresas, aumentando o poder explicativo dos modelos utilizados para esse fim. Somando-se essa suposição ao *value relevance* das informações financeiras (BALL; BROWN, 1968), justifica-se a utilização do

modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995), por possibilitar que “outras informações” relevantes possam ser agregadas às variáveis contábeis nesse processo de avaliação, permitindo, portanto, a inserção da variável qualidade da Governança Corporativa ao modelo.

Quanto à utilização do modelo de Ohlson (1995) com a adição da Governança Corporativa, foi encontrado na literatura brasileira o estudo de Brugni *et al.*(2012), que mais se aproxima dos objetivos propostos pelo presente estudo. Os autores se utilizaram desse modelo para examinar se empresas brasileiras com maiores níveis de Governança Corporativa têm maior valor de mercado. O modelo foi modificado, de acordo com a metodologia de Dechow, Hutton e Sloan (1999) e Hand e Landsman (2005), para incluir as variáveis: nível de governança, estrutura acionária e tipo de controle. Sua amostra compreendeu os anos de 2004 a 2010 e utilizou regressão linear múltipla em um painel de dados equilibrados para análise de uma amostra de 90 empresas através de 630 observações.

Os resultados da pesquisa permitiram inferir que, ao adicionar medidas de governança ao modelo, há um aumento no seu poder explicativo, e sugere que os conteúdos não financeiros que transmitem informações acerca de práticas de Governança Corporativa também podem ser adequados para explicar o valor de mercado das ações, bem como que empresas com ações negociadas nos segmentos Nível 2 e Novo Mercado têm maior valor de mercado. Os resultados apontaram ainda que o tipo de controle acionário é positivamente relacionado com o valor de mercado das ações, sugerindo que empresas sob controle familiar e empresas controladas pelo estado são mais valorizadas comparadas às empresas sem controle concentrado.

Diante do exposto, é válido destacar as diferenças entre o objetivo proposto pelo presente estudo e o de Brugni *et al.*(2012), o qual buscou identificar se empresas brasileiras com maiores níveis de Governança Corporativa têm maior valor de mercado sob a perspectiva do modelo de Ohlson (1995), atribuindo à “outras informações” variáveis como nível de governança, estrutura acionária e tipo de controle. Neste estudo, no entanto, não se pretende verificar apenas a relevância de algumas práticas isoladas de Governança Corporativa, mas sim o reflexo da qualidade da Governança Corporativa no processo de avaliação de empresas, mensurada através de um índice desenvolvido exclusivamente para esta pesquisa.

Cabe destacar, ainda, com a finalidade de tornar mais evidente a diferença entre os estudos, que uma boa governança ou qualidade de governança em Brugni *et al* (2012) se deve ao fato de as empresas estarem listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, diferentemente da abordagem adotada no presente estudo, em que a qualidade da Governança Corporativa é mensurada através de um índice, fundamentado na

literatura adjacente, com base em sete dimensões de governança, por meio de uma Análise de Componentes Principais (ACP), que atribui pesos diferentes a essas dimensões.

Em outros mercados, foram encontrados os estudos de Azim e Habib (2008) e o de Lee, Lin e Chang (2011), aplicados na Austrália e Taiwan, respectivamente. O estudo de Azim e Habib (2008) buscou examinar a relação entre Governança Corporativa e o *value relevance* dos números contábeis. Como *proxies* para Governança Corporativa foram usadas informações sobre o Conselho de Administração, Comitê de Auditoria e Auditoria externa. Os autores encontraram que empresas que possuem uma forte estrutura de Governança Corporativa apresentam maior *value relevance* dos seus números contábeis. O modelo de Ohlson foi utilizado de acordo com o interesse dos autores, inclusive deixando de atender a todos os pressupostos do modelo. No entanto, os resultados apresentados sugerem que a inserção da Governança Corporativa ao modelo aumenta o seu poder explicativo.

Lee, Lin e Chang (2011) examinaram a inserção de um conjunto de variáveis isoladas de Governança Corporativa no modelo de Ohlson (1995), para a determinação do valor das empresas no Taiwan e constataram que informações sobre composição do conselho de administração e supervisão e informações sobre direitos de voto exercem influência no valor de mercado das companhias. Os autores não buscaram investigar se o incremento de variáveis de Governança Corporativa atribui maior poder explicativo ao modelo, apenas investigar entre as práticas, aquelas que se apresentaram significativas no modelo.

Sendo assim, este estudo apresenta um avanço nesse sentido, uma vez que propõe elaborar uma métrica capaz de capturar de forma mais abrangente o grau da qualidade da Governança Corporativa. Sendo assim, a relevância deste estudo consta em suprir uma lacuna existente na literatura, quanto ao reflexo da qualidade da Governança Corporativa no poder explicativo de um modelo de avaliação de empresas, de modo que seja possível inferir se a Governança Corporativa é *value relevant*, isto é, se influencia o valor das companhias brasileiras.

Com a realização deste trabalho, busca-se fomentar contribuições de cunho metodológico e empírico. No que se refere às contribuições metodológicas, tem-se a elaboração de um índice de qualidade de Governança Corporativa, contemplando as principais dimensões referendadas pela literatura adjacente. Destaca-se, ainda, a consideração da Assimetria de Informação, uma das principais causas dos conflitos de agência nas corporações. Além do quê, introduz pesos diferenciados para cada dimensão na composição do índice, por meio da Análise de Componentes Principais. Esses são importantes diferenciais deste trabalho.

Como contribuição empírica, apresenta-se a relevância do impacto da Governança Corporativa no processo de avaliação de empresas pelo modelo de Ohlson (1995), modelo baseado em números contábeis e em “outras informações” que não afetaram a Contabilidade. Com isso, verifica-se que esse grupo de informações é influente no valor das firmas. Ainda, como contribuição empírica, avança-se nas evidências acerca dessa influência, uma vez que não se considera apenas o coeficiente de determinação para inferir se a Governança Corporativa é relevante, como fizeram Brugni *et al.* (2012). Dessa forma, além de buscar analisar todas as empresas do mercado, este estudo utiliza o teste de Wald para determinar a significância estatística dos parâmetros dos modelos estimados.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, é apresentado o embasamento teórico que dá suporte à pesquisa, a partir da Teoria da Agência, além da revisão de literatura acerca da relevância das informações contábeis, das dimensões consideradas para a elaboração do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC), da apresentação do modelo de avaliação de Ohlson (1995), bem como a hipótese de pesquisa, com base em evidências empíricas de estudos anteriores.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Segundo Jensen e Meckling (1976), as organizações são consideradas ficções legais, por onde perpassa uma série de relações de contratos entre indivíduos. Dessas relações contratuais se deriva a denominada relação de agência, consequência da inevitável separação entre propriedade e controle de capital, em que um ou mais indivíduos (principal) contratam outro indivíduo (agente) para desempenhar o papel de gerir seus recursos. Esse fato está associado à busca dos investidores em diminuir o risco sobre seus investimentos, de modo que se tornou mais viável ao investidor descentralizar o seu capital, diversificando seus investimentos, do que concentrar todo o seu capital em uma única companhia.

Essa descentralização acabou por afastar o proprietário da gestão de sua empresa, tornando-se necessário repassar essa função à outra pessoa que o representasse. Essa ruptura entre propriedade e controle é decorrência do crescimento dos mercados de capitais, gerado pela expansão das empresas existentes e pela abertura de capital de novas empresas, que tem desvinculado o investidor da gestão, uma vez que no mercado de capitais a responsabilidade do acionista para com a organização tem se limitado à sua parcela investida no capital da companhia (FAMA, 1988).

No entanto, nessa relação entre proprietário e gestor, de acordo com Jensen e Meckling (1976), se ambas as partes (principal e agente) são maximizadoras de sua própria utilidade, e gestores têm acesso a informações privilegiadas, tanto no que tange a sua própria gestão, quanto às redes contratuais e atuação no mercado, possivelmente não há garantias de que o agente atuará sempre em favor dos interesses do principal (proprietário). Desse problema, origina-se o conflito de agência, como consequência do conflito de interesses entre principal e agente, dando origem à Teoria de Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), cuja concepção é adotada neste estudo.

A Teoria da Agência se concentra na análise das relações entre os participantes de uma empresa, onde a propriedade e o controle do capital são destinados a diferentes indivíduos, dando margem à formação do conflito de interesses. Entretanto, o conflito de agência não se resume apenas à relação agente-principal estabelecida pelo proprietário e o gestor, mas se estende às demais relações contratuais que ocorrem entre os diversos participantes de uma empresa, onde cada um deles é maximizador de utilidade (JENSEN; MECKLING, 1976).

Diferentemente de mercados de capitais mais maduros e diversificados, no mercado brasileiro, bem como em outros países emergentes, onde há maior concentração acionária, o maior problema de agência que se enfrenta está ligado aos conflitos de interesses entre acionistas majoritários (ou controladores) e minoritários (ou preferenciais) (LA PORTA *et al.*, 1998, 1999). Nesse cenário, pela violação da regra "uma ação um voto", através da possibilidade da emissão de ações preferenciais (sem direito a voto), são estabelecidas duas categorias de investidores onde, conseqüentemente, existem interesses diferentes.

O problema está no fato de que, quando o controle se torna exclusividade de um pequeno grupo de investidores é possível que esses acionistas controladores assumam um comportamento oportunista, de forma a maximizar sua riqueza, por meio de transferências de receitas, investimentos e outros benefícios, de modo que deixem de considerar os interesses dos demais acionistas (minoritários) (JENSEN; MECKLING, 1976), atitude que pode ser influenciada, ainda, pelo motivo de que esses acionistas não usufruem dos benefícios, de caráter financeiro ou político, concedidos aos acionistas minoritários (preferenciais).

Desse modo, para mitigar os diversos conflitos de agência que podem ser originados dos contratos estabelecidos pelos participantes de uma empresa, Jensen e Meckling (1976) apresentam os custos que são incorridos da necessidade de se estabelecer contratos entre o agente e o principal, e de monitorar a atuação dos gestores na execução dos objetivos do principal: despesas de monitoramento por parte do principal; despesas com concessão de garantias contratuais por parte do agente; e o custo residual. Além disso, o agente incorre no custo de deixar claro ao principal que as suas atitudes não visarão maximizar a sua função de utilidade em detrimento da função de utilidade do principal ou da firma (JENSEN; MECKLING, 1976).

Esses custos decorrem do reconhecimento do problema de agência, dado que, segundo Hart (1995), se ele não existisse, todos os indivíduos participantes da empresa seriam instruídos a maximizar o valor de mercado ou a diminuir custos, não haveria incentivos para

motivar os gestores e, conseqüentemente, nenhuma estrutura de governança seria necessária para resolver os conflitos de interesses, visto que estes não existiriam.

A formalização da Teoria da Agência tem sido utilizada como arcabouço teórico para discussões contemporâneas sobre estrutura de capital (SHLEIFER; VISHNY, 1997), e Governança Corporativa (CAMPOS; DINIZ; MARTINS, 2011; ROCHA *et al.*, 2012). Shleifer e Vishny (1997) encontraram uma razoável quantidade de trabalhos desenvolvidos nas décadas de 1980 e 1990, que investigaram a existência de custos de agência e os conflitos de interesses na relação agente-principal e seus conseqüentes impactos no mercado de capitais. De acordo com Campos, Diniz e Martins (2011), há uma predominância da teoria da agência como base teórica das pesquisas em Governança Corporativa no Brasil, onde 69,4% das pesquisas realizadas na área utilizam essa plataforma teórica.

Mais recentemente, Rocha *et al.* (2012) analisaram a produção científica sobre teoria da agência nos periódicos nacionais classificados com “A”, segundo a lista Qualis/Capes do triênio 2007/2009, e nos principais periódicos internacionais da área financeira, no período compreendido entre 2005 e 2009, onde encontraram que, em relação aos objetivos propostos nos artigos, tanto nacionais quanto internacionais, predominaram os estudos que abordaram situações relacionadas com a estrutura, hierarquia organizacional, ambiente organizacional, gestão estratégica da empresa e Governança Corporativa. Ainda, observou-se que, 40% a 50% das pesquisas apresentaram sugestões para futuros estudos sobre a assimetria da informação no âmbito organizacional, visando reduzir o conflito de agência entre principal e agente.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a Teoria da Agência pode ser visualizada como um elemento fundamental para a compreensão da complexidade das relações firmadas entre os participantes de uma empresa. Dessa forma, portanto, pode-se considerar a Teoria da Agência como um dos pilares para se entender o papel da Governança Corporativa, principalmente enquanto mecanismo através do qual os investidores garantem o retorno sobre seus investimentos.

2.2 DIMENSÕES DA QUALIDADE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Neste estudo, a Governança Corporativa é analisada sob a perspectiva da Teoria da Agência, de modo que a qualidade de seus mecanismos consista na redução dos conflitos de interesses entre os participantes da empresa. Uma vez que a qualidade da Governança

Corporativa se trata de uma concepção abstrata, alguns indicadores são utilizados para que seja possível a sua mensuração.

Esses indicadores, tratados neste estudo como dimensões, devem apresentar argumentos teóricos que os justifiquem como mecanismos indispensáveis na mensuração da qualidade da Governança Corporativa, ou seja, que abordem aspectos relevantes que devem ser considerados para uma boa governança nas companhias.

As dimensões propostas para este estudo utilizam como parâmetro aquelas utilizadas por Klapper e Love (2004), Carvalhal da Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2007), por estarem alinhadas a realidade do mercado brasileiro de capitais. Klapper e Love (2002) estudaram 14 países emergentes, inclusive o Brasil. As autoras avaliam a diferença na qualidade da Governança Corporativa das empresas desses países emergentes, utilizando como base um índice de Governança Corporativa criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA). Exclusivamente no Brasil, os estudos de Carvalhal da Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2007), sendo este último desenvolvido com base em Carvalhal da Silva e Leal (2005), utilizam índices amplos de Governança Corporativa, desenvolvidos pelos próprios autores, para investigar a relação entre a qualidade das práticas de Governança Corporativa, seu desempenho e valor de mercado.

O índice construído neste estudo está fundamentado na Teoria da Agência e, portanto, acata as dimensões propostas pelos autores e contribui ao inserir outra dimensão, denominada “Assimetria de Informação”, que pode agregar valor ao índice, no sentido de obter uma aproximação do que se entende sobre qualidade de Governança Corporativa, sua mensuração e redução dos conflitos de agência e da diferença de informação entre os agentes. No Quadro 1, são apresentadas as dimensões propostas, as variáveis abordadas e as bases de referência.

Quadro 1 – Dimensões de Governança Corporativa

Dimensões	Variáveis	Referências
Composição do Conselho de Administração	Tamanho	Weisbach (1988); Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993).
	Independência	Fama (1980); Fama e Jensen (1983); Weisbach (1988); Lipton e Lorsh (1992) e Jensen, 1993.
	Chairman/CEO	Jensen (1993).
Estrutura de Propriedade e de Controle	Ação ON	Silveira e Barros (2007).
	Participação	Carvalho Da Silva e Leal (2005).
	FC/Controle	Carvalho Da Silva e Leal (2005).
Incentivo aos Administradores	Participação	Jensen, Meckling (1976); Jensen; Murphy (1990) e Shleifer e Vishny (1997).
	Opções	Jensen e Murphy (1990) e Shleifer e Vishny (1997).
	Bônus	Jensen e Murphy (1990) e Shleifer e Vishny (1997).
<i>Disclosure</i>	Relatórios	Carvalho Da Silva e Leal (2005).
	Demonstrativos Adicionais	Eccles e Saltzman (2011).
	Auditoria	Klapper; Love (2002) e Carvalho Da Silva e Leal (2005).
Proteção aos Investidores	<i>PoisonPills</i>	Gompers <i>et al.</i> (2003).
	<i>TagAlong</i>	Carvalho Da Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2007).
	<i>FreeFloat</i>	Carvalho Da Silva e Leal (2005).
Comitê de Auditoria	Comitê	Klapper e Love (2002).
	Supervisão	Klapper e Love (2002).
	Composição	Klapper e Love (2002), Carvalho Da Silva e Leal (2005) e Ashbaugh, Collins e LaFond (2004).
Assimetria de Informação	Retorno Anormal	Clarke e Shastri (2000).
	ADR	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2007).
	Níveis Diferenciados	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2007) e Albanez (2008).

Fonte: Elaboração própria.

A seguir, são apresentados os argumentos teóricos que fundamentam a inserção de cada dimensão no Índice de Qualidade de Governança Corporativa.

2.2.1 Composição do Conselho de Administração

O Conselho de Administração é um mecanismo de controle que possui um papel singular na Governança Corporativa, uma vez que tem como objetivo minimizar os conflitos de agência por meio do monitoramento dos executivos (FAMA; JENSEN, 1983) e pelo dever de defender os interesses dos proprietários (JENSEN, 1986).

A literatura pertinente à Teoria da Agência aponta que, para a sua eficácia, deve ser considerada a quantidade de membros que compõe esse conselho, de preferência, que sejam poucos, uma vez que conselhos maiores podem gerar atraso na tomada de decisão, aversão ao risco e excesso de polidez (WEISBACH, 1988; LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993). O número ótimo, de acordo com a recomendação do IBGC, está entre 5 a 9 membros, apresentando-se em conformidade com as sugestões da literatura (LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993). Algumas evidências empíricas revelam, ainda, que empresas

que possuem conselhos de administração menores, apresentam maior valor de mercado (YEMARCK, 1996; EISENBERG; SUNDGREN; WELLS, 1998; ANDRES; AZOFRA; LOPEZ, 2005).

Além do tamanho, a teoria da agência pressupõe que para uma maior eficiência do conselho, estes devem ser compostos por uma maioria de diretores independentes (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983; WEISBACH, 1988; LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993), haja vista o maior monitoramento exercido por esses membros. Alguns estudos indicam que quanto maior a proporção de membros independentes no conselho de administração, mais as decisões se apresentam alinhadas aos interesses dos acionistas (HELLAND; SYKUTA, 2003; PANASIAN; PREVOST; BHABRA, 2004; ANDRADE *et al.*, 2009).

Jensen (1993) propõe, ainda, a separação das funções de *Chief Executive Officer* (CEO) e de presidente do Conselho de Administração (*Chairman*), o que permitiria o aumento da eficiência desse órgão, visto que quando há o acúmulo destas funções, o CEO dificilmente exerceria o cargo de *Chairman* à parte de seus interesses pessoais.

No cenário brasileiro, observa-se uma menor participação de membros independentes nos conselhos (DUTRA; SAITO, 2002) e um predomínio de acionistas majoritários e executivos da própria empresa assumindo esses cargos (DUTRA; SAITO, 2002; SCHIEHLL; SANTOS, 2004). Carvalho da Silva e Leal (2005), em pesquisa realizada com 131 empresas no período de 1998 a 2002 encontraram que em média 29,8% das empresas possuem membros independentes em seu conselho, 61,4% destas possuem um conselho composto por 5 a 9 membros e, em 65,2% das empresas, não há o acúmulo de funções de CEO e *Chairman*.

No estudo realizado com 154 empresas de capital aberto em 2002, Silveira e Barros (2007) encontraram que 55,80% das empresas possuem membros independentes no conselho, 62,30% dos conselhos são compostos por 5 a 9 membros e em 63,00% os cargos de CEO e *Chairman* não são ocupados pela mesma pessoa. Seus resultados apresentaram uma relação negativa entre o tamanho do conselho e valor de mercado, bem como entre o acúmulo das funções de CEO e *Chairman* e o valor de mercado.

Neste estudo, é considerada a visão da Teoria da Agência, em que o tamanho reduzido do conselho, sua independência e a separação dos cargos de CEO e *Chairman* implicam em maior qualidade de Governança Corporativa, de modo que a adoção dessas práticas reduza os conflitos de agência.

2.2.2 Estrutura de Propriedade e Controle

A estrutura de propriedade é um mecanismo de governança capaz de convergir os interesses das partes constituintes de uma relação de agência, em que o modelo de propriedade dispersa, idealizado por Berle e Means (1932), é pouco observado, mesmo quando levado em consideração as economias de países mais desenvolvidos.

A presença de acionistas controladores possui efeito positivo e negativo para as companhias. O principal efeito positivo é o chamado efeito-incentivo, em que os acionistas que possuem uma grande concentração de capital são motivados a coletar informações e monitorar os gestores, como forma de compensar o risco da não diversificação (SHLEIFER; VISHNY, 1986, 1997; JENSEN, 1993; AGRAWAL; KNOEBER, 1996; CLAESSENS *et al.*, 2002), baseado na hipótese de que quanto maior a participação do acionista, maior sua motivação em assegurar o retorno sobre seus investimentos.

Segundo Leech e Leahy (1991), quando a propriedade é dispersa, ocorre que nenhum grupo ou indivíduo tem elevado poder de voto ou ainda incentivos para exercer o controle em relação aos gestores como forma de garantir a maximização de sua riqueza. Fato esse que permite ao agente maior liberdade para agir e tomar decisões que priorizem seus próprios interesses.

No entanto, a concentração das ações pode desencadear outro tipo de problema de agência, conhecido como o efeito-entrenchamento, que acontece quando acionistas majoritários agem em seu próprio interesse em detrimento dos demais investidores minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Consequentemente, incorrem em maior risco de expropriação. Esse tipo de conflito torna-se ainda mais agravante, quando os direitos sobre o controle são maiores do que os direitos sobre os resultados, que se dá pela emissão de ações sem direito a voto (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER 1999; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002; CLAESSENS *et al.*, 2002; DOIDGE, 2004; SILVEIRA *et al.*, 2004; ALDRIGHI; NETO, 2005).

No Brasil, observa-se uma alta concentração das ações, conforme pode ser observado no estudo de Silveira e Barros (2007), em que cerca de 12,30% das 154 empresas analisadas emitiam apenas ações ON, ainda, o controlador possuía mais de 70% do total das ações ON em 61,7% das empresas. Ademais, as evidências de Carvalhal da Silva e Leal (2005) apontam que em aproximadamente 9,30% de um total de 131 empresas observadas, os acionistas controladores possuíam menos que 50% das ações com direito a voto, e apenas em

cerca de 12,40% o direito sobre o fluxo de caixa era maior ou igual ao direito sobre o controle das companhias.

Diante da realidade brasileira, em que o principal conflito de agência se dá na relação entre acionistas controladores e minoritários, intensificado pela separação entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa, a perspectiva esperada neste estudo, de acordo com a Teoria da Agência, é a de que a maior dispersão do capital reduza os conflitos de agência e, portanto, um mecanismo de qualidade da Governança Corporativa.

2.2.3 Incentivos aos Administradores

De acordo com a Teoria da Agência, incentivo aos administradores constitui um importante mecanismo de governança, visto que, do conflito originado da separação entre propriedade e controle, aqueles que são destinados para tomar as decisões não são os reais beneficiados dos lucros da empresa. Desse modo, tendem a assumir um comportamento oportunista, visando o seu bem-estar, sem considerar as expectativas dos reais detentores do capital (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nesse sentido, quando utilizados para minimizar os conflitos de agência, de forma que seja possível alinhar os interesses dos gestores àqueles dos proprietários, torna-se interessante a compensação aos administradores. Jensen e Meckling (1976) afirmam ser possível diminuir a divergência entre os interesses do principal e do agente através de incentivos apropriados, sejam eles participação no capital, atribuições de opções de ações, remuneração em dinheiro ou bônus (JENSEN; MURPHY, 1990; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Desse modo, por terem direito sobre os resultados das companhias, os gestores são, consequentemente, incentivados a convergirem seus interesses aos dos demais investidores.

Estudos apontam uma associação positiva entre a remuneração do CEO e a *performance* financeira (JENSEN; MURPHY, 1990, KAPLAN, 1994; HALL; LIEBMAN, 1998; KATO; KIM; LEE, 2007). No entanto, a eficiência desses incentivos pode depender de fatores como a composição acionária e o monitoramento do Conselho de Administração, de forma que há uma relação de interdependência entre a remuneração dos administradores e alguns mecanismos de Governança Corporativa (FINKELSTEIN; HAMBRICK, 1989; HARTZELL; STARKS, 2003; TREMBLAY; CHENEVERT, 2004).

Neste trabalho, espera-se que o incentivo aos administradores implique em maior qualidade da Governança Corporativa, visto que sua adoção permite alinhar o interesse destes aos interesses dos investidores.

2.2.4 Disclosure

O *disclosure* constitui em um mecanismo indispensável de governança, pois trata da qualidade das informações financeiras e econômicas necessárias para o monitoramento da gerência por parte dos investidores, de modo a garantir que seus direitos serão preservados, bem como possibilitar àqueles que não são acionistas da companhia a avaliação das oportunidades de investimento (BUSHMAN; SMITH, 2003).

Pode ser definido, de acordo com Bushman, Piotroski e Smith (2004), como a ampla disponibilidade de informações confiáveis e relevantes acerca do desempenho, oportunidades de investimento, situação financeira, governança, valor e risco das empresas no mercado. O *disclosure* contribui ainda para a redução da assimetria de informação, decorrente do fato de que os gestores detêm melhores informações acerca da empresa que os investidores (HEALY; PALEPU, 2000). Assim, esse mecanismo possibilita a minimização dos conflitos de agência, visto que permite maior acesso às informações da empresa por agentes internos e externos.

Como exemplo de medidas de *Disclosure*, têm-se o Balanço Social ou o Relatório Integrado, como forma de apresentar e explicar o desempenho financeiro e não financeiros das empresas, proporcionando uma maior eficiência informacional no mercado de capitais (ECCLES; SALTZMAN, 2011). Ainda, como medida de *Disclosure*, Carvalho da Silva e Leal (2005) afirmam que ter a companhia auditada por empresas globais de auditoria é um dos requisitos para se considerar que a empresa tem uma “boa” Governança Corporativa.

Dye (2001) assinala que o *Disclosure* incorre em custos adicionais para a companhia e que se deve investir nesse mecanismo apenas se o benefício gerado por ele for superior aos seus custos. Estudos têm demonstrado uma relação negativa e significativa entre *Disclosure* e custo de capital (BOTOSAN, 1997; ASHBAUGH, COLLINS; LAFOND, 2004). Apresenta-se, ainda, uma relação negativa e significativa entre o custo de capital e uma medida de governança que incorpore além do *Disclosure*, dimensões de estrutura de propriedade, de proteção dos investidores e de composição do Conselho de Administração, sugerindo que empresas com melhor qualidade de governança, identificadas pelo mercado, captam recursos a um menor custo.

Na realidade brasileira observa-se uma ampla adoção por parte das empresas de práticas geralmente analisadas em índices de governança, como o uso da auditoria dos líderes globais em auditoria, adotada por cerca de 84,50% das empresas analisadas por Carvalho da Silva e Leal (2005) e entrega dos relatórios financeiros anuais até a data requerida, prática

adotada por aproximadamente 96,00% das empresas, de acordo com as evidências de Silveira e Barros (2007).

Neste estudo, assume-se que o *Disclosure* contribui para mitigar os conflitos de agência, ao permitir que os investidores externos tenham acesso às informações que outrora eram restritas aos *insiders*. Dessa forma, entende-se que quanto maior seu nível, maior a qualidade da Governança Corporativa.

2.2.5 Proteção aos Investidores

Em mercados de capitais desenvolvidos, onde há uma grande pulverização do capital das empresas, não é raro acontecer contendas que se utilizam de operações de ofertas públicas voltadas para a aquisição de controle acionário (*takeover*), conhecidas como aquisições hostis (VIEIRA; MARTINS; FÁVERO, 2009). Nesse sentido, algumas medidas têm sido utilizadas pelas companhias, de modo a garantir a segurança dos acionistas de um eventual *takeover*, são as chamadas *poison pills* – “pílulas de veneno” – que constituem um conjunto de direitos contratuais de acionistas, ativados quando ocorre um evento específico de tomada de controle (JARREL *et al.*, 1988), de modo que o investidor que pretende realizar o *takeover* deve negociar previamente com os acionistas da empresa.

Como exemplo de medidas de proteção aos investidores, têm-se, ainda, a adoção de um percentual mínimo de ações em circulação (*free float*), que estaria associado às melhores práticas de Governança Corporativa (WANG; XU, 2004), e o *tag-along*, que se trata do direito concedido aos acionistas minoritários de deixarem a companhia caso ela sofra um *takeover* por um preço não inferior a 80% do valor pago pelas ações do controlador, obrigatoriedade relacionada à necessidade de compartilhamento do ágio decorrente da venda do controle. No Brasil, de acordo com os resultados apresentados por Carvalho da Silva e Leal (2004), poucas empresas concediam *tag along* superior ao que é requerido legalmente, apenas 15,27% das empresas, e aproximadamente 81,50% das empresas adotavam o percentual mínimo de *free float*.

Neste estudo, sugere-se que medidas de proteção aos investidores sejam indicativas de qualidade de Governança Corporativa, uma vez que procura diminuir os conflitos de agência, dando aos investidores maior segurança quanto ao seu capital empregado na companhia.

2.2.6 Comitê de Auditoria

O Comitê de Auditoria constitui um mecanismo crítico de governança, visto que desenvolve atividades que buscam assegurar um adequado sistema de controles internos e tem a missão de atestar a confiabilidade e a veracidade das informações financeiras lançadas ao mercado. A necessidade de monitoramento é decorrente da separação entre controle e propriedade e a consequente divergência de interesses entre agente e principal abordados pela Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para a literatura relacionada à Teoria da Agência (PINCUS *et al.*, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; COLLIER; GREGORY, 1999; RAINSBURY *et al.*, 2008), o Comitê de Auditoria contribui para minimizar os conflitos de agência, inviabilizando qualquer ação danosa dos dirigentes para com os investidores.

O Comitê de Auditoria é um órgão que tem como responsabilidade supervisionar o processo de preparação e divulgação das informações financeiras, bem como garantir a integridade dos sistemas de controles internos. Fornece, ainda, um elo de comunicação entre o Conselho de Administração e os auditores internos e externos (PINCUS *et al.*, 1989), assegurando uma melhor qualidade da auditoria e a eficiência de monitoramento (COLLIER, 1993). Ainda, de acordo com Ashbaugh, Collins e LaFond (2004), um percentual de membros independentes compondo o comitê de auditoria proporciona um maior monitoramento do processo de elaboração dos demonstrativos financeiros.

Desse modo, espera-se que a existência de um Comitê de Auditoria e suas atribuições contribua para uma melhor qualidade de Governança Corporativa, uma vez que buscam minimizar os conflitos de agência.

2.2.7 Assimetria de Informação

Assimetria de informação é a principal consequência da separação entre controle e propriedade abordada pela Teoria da Agência, em que o agente ou mesmo o acionista controlador, designado para gerir a empresa, tem acesso às informações privilegiadas da empresa em detrimento dos proprietários, acionistas minoritários e possíveis investidores (JENSEN; MECKLING, 1976). Sendo assim, esses *insiders* podem se utilizar dessa vantagem para negociar com essas informações relevantes sobre a empresa de forma antecipada, antes de reveladas ao público. Essa atividade, conhecida como *insider trading*, é ilegal (COHEN; MALLOY; POMORSKI, 2012), uma vez que o *insider* deixa de cumprir com seus deveres fiduciários e passa a agir em seu próprio interesse.

Além dos mecanismos citados anteriormente, que buscam reduzir os conflitos de agência e, conseqüentemente, a assimetria de informação existente entre os indivíduos constituintes de uma empresa, estudos têm sido realizados com a intenção de mensurar a utilização de informação assimétrica no mercado de capitais, seja de forma direta ou indireta (EASLEY; O'HARA, 2004; MEDEIROS; MATSUMOTO, 2006; BHARATH; PASQUARIELLO; WU, 2008). Para isso, são utilizadas *proxies*, tais como: volatilidade, observação dos retornos anormais em relação aos anúncios públicos das empresas, emissão de *American Depositary Receipts* (ADR), adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa (ALBANEZ, 2008) e a *Probability of Informed Trading* (PIN), considerada uma *proxy* direta de assimetria (ABAD; RUBIA, 2005).

Proxies como a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA e emissão de ADR exigem da empresa uma maior divulgação de informações, o que, segundo Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2007), reduz a assimetria informacional. Clarke e Shastri (2000) observam ainda que o retorno anormal de uma ação geralmente está relacionado positivamente à existência de negociação com informação assimétrica.

Nesse sentido, no que se refere à relação entre a qualidade de Governança Corporativa e a assimetria de informação, espera-se que uma menor assimetria de informação implique em maior qualidade da Governança Corporativa (CRUCES; KAWAMURA, 2005; VIEIRA; MENDES, 2006; ALBANEZ, 2008; BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009; MOREIRAS, 2010).

2.3 RELEVÂNCIA DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS

Com o desenvolvimento do mercado de capitais, as informações financeiras divulgadas pelas empresas tem se tornado fundamentais e capazes de influenciar as decisões de investidores, credores e demais agentes do mercado (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006), de modo que é esperado da Contabilidade a elaboração e divulgação de informações relevantes e ao mesmo tempo confiáveis para seus usuários.

Entende-se que uma informação é relevante quando possui a capacidade de influenciar nas possíveis decisões que venham a ser tomadas pelos usuários das informações (CPC, 2011), reduzindo a incerteza destes e fazendo a diferença no processo decisório, possuindo valor preditivo, confirmatório ou ambos (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Quanto à qualidade de suas informações para o mercado de capitais, sua atribuição está em reduzir a assimetria informacional e os consequentes conflitos de agência (PALEPU; HEALY, 2001), de modo que conceitos relacionados à Contabilidade, tais como *disclosure*, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa são adotados pela Governança Corporativa como meios de explicar e minimizar os conflitos existentes entre os interesses dos diversos usuários das informações (IBGC, 2014).

A partir da década de 1960, surgiram os principais estudos que tinham como objetivo investigar a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais. Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram os pioneiros a relacionar informações financeiras ao valor da empresa. Em seus estudos, os autores apontam que as informações financeiras, no caso específico do lucro, possuem relação com o valor das empresas, levando a inferir que o mercado reage após a divulgação dos relatórios financeiros. As pesquisas que continuam sendo desenvolvidas nesse sentido têm colocado em questão se os números contábeis, de forma conjunta ou isolada, são *value relevant*, isto é, se são capazes de influenciar as decisões de investimento e a precificação de valores mobiliários (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Grande parte dos estudos que abordam o *value relevance* tem como suporte a Hipótese de Eficiência de Mercado, em que se parte do pressuposto de que uma informação relevante e disponível ao mercado não passaria despercebida pelos usuários das informações, e que os preços refletem e se ajustam a essas novas informações relevantes. Para Macedo *et al.* (2011), o objetivo desses estudos está em identificar como o mercado se comporta diante das informações de caráter financeiro.

Evidências apontam que em países subdesenvolvidos ou emergentes o mercado de capitais era pouco eficiente, quando se tratava de refletir as informações financeiras (BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; BEAVER, 1998), fato pelo qual parte dessa literatura focou seu trabalho em países desenvolvidos. Entretanto, há estudos que revelam que a relevância das informações é influenciada por características específicas da própria contabilidade e do mercado de capitais, independentemente do mercado ser mais ou menos desenvolvido (ALFORD *et al.*, 1993; JOOS; LANG, 1994; MUELLER; GERNON; MEEK, 1994; ALI; HWANG, 2000). No Brasil, entre as pesquisas que abordam o *value relevance*, destacam-se: Lopes (2001), Sarlo Neto (2004), Galdi e Lopes (2008), Murcia *et al.* (2008) Malacrida (2009), Helou Neto e Pereira (2010), Jacques *et al.* (2011), Martins, Machado e Machado (2013) e Girão, Martins e Paulo (2014).

A raiz das pesquisas empíricas sobre o *value relevance* está na teoria sobre os modelos de avaliação de empresas. Ohlson (1995) apresenta uma estrutura conceitual sobre o poder explanatório das variáveis contábeis. O autor justifica que as informações contábeis oferecem base para a análise da avaliação de empresas. Partindo de números contábeis, Ohlson (1995) cria um modelo para analisar a relação existente entre essas informações e o valor da empresa, de forma que o valor é representado pelo patrimônio líquido, lucro residual e “outras informações” relevantes.

Diante do exposto, percebe-se que a Contabilidade é indispensável ferramenta para que seja possível o processo de avaliação de empresas. Através de seus números divulgados e conhecidos, é capaz de gerar informações relevantes para a tomada de decisões, motivo pelo qual diversos estudos abordam essa temática e motivo pelo qual esse modelo é abordado no presente estudo.

2.4 MODELO DE AVALIAÇÃO DE OHLSON (1995)

O modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995) é baseado no modelo de dividendos descontados (*dividend discount model*), em que o valor de uma empresa é explicado pelo valor presente do fluxo futuro de dividendos. Ohlson (1995) reescreve esse modelo de avaliação de empresas como um modelo de desconto de números contábeis, através do Patrimônio Líquido e do Lucro Residual (anormal), no lugar do desconto de dividendos.

Dentre as principais abordagens utilizadas para avaliar uma empresa (dividendos, fluxos de caixa e lucros), Penman e Sougiannis (1998) encontraram que os modelos baseados em lucros apresentaram menor erro de mensuração do valor da empresa, quando comparado aos modelos baseados em dividendos ou em fluxos de caixa, apresentando maiores vantagens nas análises de investimentos. Em uma comparação entre modelos de desconto de dividendos e o modelo de Ohlson, Bernard (1995) verificou que o modelo de Ohlson obteve maior consistência. Dechow, Hutton e Sloan (1999) também concluíram, diante de seus resultados, que modelos de avaliação de empresas baseados em lucros, apresentam melhores resultados na explicação dos preços das ações. Evidências semelhantes foram apontadas, ainda, por Francis, Olsson e Oswald (2000), quando da comparação entre modelos de avaliação.

Além disso, esse modelo é considerado mais completo do que os outros modelos clássicos (FRANKEL; LEE, 1998) e possui a vantagem de levar em consideração números

contábeis e outras informações não contábeis que poderão causar impacto nos lucros, onde foi possível testar a relevância da Qualidade da Governança Corporativa neste estudo.

No modelo de Ohlson (1995), são agrupados itens do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício, a partir da relação *Clean Surplus* (CRS), o valor presente dos dividendos esperados (PVED) como determinante do valor de mercado das companhias e um modelo linear que define o comportamento estocástico temporal dos lucros residuais.

Ohlson (1995) parte do modelo de dividendos descontados, PVED, para determinar o valor da empresa, conforme Equação 1.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} d_t \quad (1)$$

Em que P_0 é o valor atual da empresa, R é a taxa de desconto mais uma unidade, d_t os dividendos líquidos no período t .

Aplica-se a contabilidade tradicional que satisfaça a CSR, onde a Equação 2 garante a consistência da determinação do lucro, independente do sistema de contabilidade adotado.

$$PL_t = PL_{t-1} + L_t - d_t \quad (2)$$

Em que PL é o valor contábil do Patrimônio Líquido no período t , PL_{t-1} é o Patrimônio Líquido no período anterior, L_t corresponde aos lucros contábeis no período t , e d representa os dividendos líquidos no período t .

Baseando-se no pressuposto de Ohlson (1995), de que os lucros residuais poderiam substituir os dividendos na avaliação de empresas, utilizou-se a Equação 3 para determiná-los:

$$L_t^a = L_t - r_f * PL_{t-1} \quad (3)$$

Em que L_t^a é o lucro residual, L_t é o lucro no período, r_f é a taxa livre de risco acumulada no ano, e PL_{t-1} é o Patrimônio Líquido no período anterior.

O Modelo de Ohlson (1995) define o comportamento estocástico dos Lucros Residuais (ou lucros anormais) através do processo estocástico conhecido como

Linear Information Dynamics, ou dinâmica das informações lineares (DIL), dado pelas Equações 4 e 5.

$$L_{t+1}^a = \omega L_t^a + v_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1} \quad (4)$$

$$\tilde{v}_{t+1} = \gamma v_t + \tilde{\varepsilon}_{2,t+1} \quad (5)$$

Em que L_t^a é o Lucro Residual para o período t ; v_t são “outras informações” sobre Lucros Residuais futuros esperados que são observadas no final do período t , mas que ainda não foram reconhecidas pela contabilidade; ω e γ são parâmetros de persistência; e $\tilde{\varepsilon}_1$ e $\tilde{\varepsilon}_2$ representam os termos de erros estocásticos, com média zero e distribuição normal.

Desse modo, “outras informações” futuras dependem dessa mesma variável no período corrente, variando aleatoriamente por meio do erro da equação. Por outro lado, os lucros residuais futuros são afetados, além dos lucros residuais presentes e do erro da equação, por “outras informações” presentes. As variáveis L_t^a e v_t são ajustadas, ainda, pelos seus parâmetros de persistência, que, de acordo com Ohlson (1995), são fixos e conhecidos, mas que devem ser estimados (OHLSON, 2001), os parâmetros devem ser positivos e diferentes de 1, de modo que as médias incondicionais de L_t^a e v_t sejam zero. Os coeficientes do modelo dependem dos parâmetros de persistência e da taxa livre de risco (R_f), conforme as Equações 6 e 7.

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{R_f - \omega} \quad (6)$$

$$\alpha_2 = \frac{R_f}{(R_f - \omega)(R_f - \gamma)} \quad (7)$$

Desse modo, Ohlson (1995) combina a aceitação do modelo de dividendos descontados com a CSR, fazendo com que o valor presente dos dividendos esperados dependa dos números contábeis, de forma que o valor da companhia (p_t) seja igual ao valor contábil do patrimônio líquido (PL_t) mais o valor presente dos lucros residuais futuros (L_t^a), ajustados pelas DIL (α) e “outras informações” (v_t), que ainda não estão refletidas pela contabilidade, conforme Equação 8.

$$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 v_t \quad (8)$$

Quanto às outras informações, Ohlson (1995) não especifica empiricamente o que seria essa variável, assumindo apenas que deve ser considerada como eventos relevantes para a avaliação da empresa que ainda causarão impacto sobre as demonstrações financeiras. Nesse sentido, baseia-se na metodologia de Dechow, Hutton e Sloan (1999), para modificar o modelo e sugerir, para este estudo, que o campo “outras informações” possam conter informações relativas à qualidade de Governança Corporativa, de modo que se espera que sua inserção possa aumentar o poder explicativo do modelo.

No Brasil, Lopes (2001) foi o pioneiro a utilizar o modelo de Ohlson para avaliação de empresas, seguido de outros estudos que têm buscado apresentar a eficiência desse modelo e sua aplicabilidade, tais como Lopes (2002, 2002), Galdi, Teixeira e Lopes (2008), Aguiar, Coelho e Lopes (2008), Antunes *et al.* (2010) e Werneck *et al.* (2010), Brugni *et al.* (2012) e Girão, Martins e Paulo (2014).

O presente estudo procura contribuir, ao analisar o impacto de uma *proxy* da qualidade da Governança Corporativa, o IQGC, ao inseri-la no campo “outras informações”. No entanto, não objetiva propor que a qualidade da Governança Corporativa é o único fator que pode resumir todas as “outras informações” não captadas pelas outras variáveis contábeis no modelo. Apesar das falhas existentes no modelo, optou-se por utilizá-lo por ser àquele que melhor se aplica ao objetivo desta pesquisa.

2.5 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE PESQUISA

Diferentes estudos buscaram analisar os efeitos da Governança Corporativa sobre o valor das empresas. Alguns dos estudos não se limitaram a investigar essa relação apenas com o foco em um único mecanismo de governança, mas utilizaram ou desenvolveram índices como forma de mensurar a qualidade da Governança Corporativa (KLAPPER; LOVE, 2002; BEINER *et al.*, 2004; CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; BLACK; JANG; KIM, 2006; SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2006; SILVEIRA; BARROS, 2007).

No estudo de Klapper e Love (2004), em 14 países emergentes, as autoras construíram *rankings* para governança, utilizando os dados disponíveis na *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). Assim, investigaram fatores determinantes da qualidade da Governança Corporativa nos países considerados, buscando generalizar os resultados para países emergentes. As autoras sugerem que empresas situadas em países com um fraco sistema legal, possuem, em média, baixos níveis de Governança Corporativa e que as características relacionadas ao nível adequado de Governança das empresas são

negativamente correlacionadas com imperfeições de mercado, como assimetria e contratos incompletos. Os resultados apontaram que a governança era positivamente correlacionada com desempenho e o valor de mercado, com maior frequência em países com fracos sistemas legais.

Em seu estudo, Beiner *et al.* (2004) utilizaram um índice amplo de Governança Corporativa (CGI) e outras variáveis relacionadas à estrutura de propriedade, às características do conselho e à alavancagem, para fornecer uma descrição detalhada do nível de Governança Corporativa para uma amostra de 109 empresas suíças. O índice foi composto por 38 itens de governança, somados com pesos iguais. Através de um sistema de equações simultâneas, os resultados apontaram uma relação positiva entre Governança Corporativa e valor (Q de Tobin).

Carvalho da Silva e Leal (2005) construíram um índice próprio de Governança Corporativa para empresas brasileiras, onde procuraram investigar a relação entre a qualidade das práticas de Governança Corporativa das empresas e seu valor de mercado e desempenho. Os resultados da análise de painel indicaram que as firmas com melhor Governança Corporativa tinham um desempenho significativamente superior. Existia também uma relação positiva entre o Q de Tobin e a qualidade das práticas de Governança Corporativa, embora os resultados não sejam estatisticamente significativos.

Black, Jang e Kim (2006) também construíram um índice de Governança Corporativa como *proxy* para a qualidade das práticas de governança de 525 empresas sul-coreanas, composto por 38 variáveis de governança, binárias de igual peso, divididas em aspectos de governança, tais como: direitos dos acionistas, estrutura do conselho de administração e *disclosure*. Através de regressões por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E) e Mínimos Quadrados em Três Estágios (MQ3E), os resultados apontaram que a Governança Corporativa foi capaz de explicar o valor de mercado das firmas.

Utilizando essa mesma metodologia, Silveira, Barros e Famá (2006) estudaram 154 empresas brasileiras no ano de 2000, em que foi desenvolvido um índice de qualidade de Governança Corporativa a partir de 20 perguntas binárias. Os autores encontraram evidências de que a qualidade da Governança Corporativa influenciava positivamente o Q de Tobin e o múltiplo PBV (*price-to-book-value*) e que a elevação do valor de mercado corporativo poderia conduzir à adoção de melhores padrões de governança pelas organizações.

Ammann, Oesch e Schmid (2011) analisaram 2.300 organizações de 22 países desenvolvidos de 2003 a 2007, com base em um conjunto de 64 atributos de governança.

Foram construídos dois índices de governança com pesos iguais e um índice derivado de uma análise de componentes principais. A partir dos modelos estimados por Efeitos Fixos e pelo MMG, os autores apresentaram evidências de que o nível de governança apresentado pelas empresas influenciava positivamente os seus valores de mercado (Q de Tobin).

Em se tratando das aplicações do modelo de Ohlson (1995) na literatura, encontrou-se, além dos estudos de Azim e Habib (2008), Lee, Lin e Chang (2011) e Brugni *et al.*(2012), já descrito na justificativa deste trabalho, por considerarem a Governança Corporativa na aplicação do modelo, estudos que procuraram inserir diferentes variáveis ao modelo como *proxies* para “outras informações”.

Wu e Wang (2008) analisaram o efeito do risco sistemático no Taiwan e nos EUA, utilizando o modelo de Ohlson (1995). Os resultados revelaram que, apesar de mais variáveis serem significativas no Taiwan, a inclusão do risco sistemático no modelo apresenta maior *value relevance* no mercado americano, aumentando o poder explicativo do modelo em 2,67% e 5,21%, respectivamente.

Girão, Martins e Paulo (2014) investigaram a influência da assimetria de informação na avaliação de empresas no mercado brasileiro. Utilizando o modelo de Ohlson (1995), encontraram que a assimetria de informações possui conteúdo informacional adicional na avaliação de empresas, principalmente para aquelas companhias não listada nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

De acordo com as evidências supracitadas, a qualidade de Governança Corporativa influencia o valor das empresas. Nesse sentido, ao inseri-la no modelo de Ohlson (1995) no campo “outras informações”, já utilizado em outros estudos, para investigar o *value relevance* de diferentes variáveis, considerou-se que essa a qualidade de Governança Corporativa seria capaz de melhorar o poder explicativo do modelo, uma vez que se trata de informações não refletidas pela Contabilidade e, portanto, poderia ser considerada uma informação *value relevant* para o mercado brasileiro. Nesse sentido, visto que neste estudo a qualidade da Governança Corporativa é mensurada por meio do IQGC, têm-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese: O Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) é *value relevant* para a avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais por meio do modelo de Ohlson (1995).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, apresentam-se, inicialmente, a forma como foi construída a amostra utilizada no presente estudo e os procedimentos realizados para a coleta de dados. Posteriormente, são apresentados os procedimentos e abordagens metodológicas utilizadas para a construção e cálculo do IQGC, bem como a aplicação do modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995), destacando a metodologia utilizada para analisar a persistência dos parâmetros, para a escolha dos modelos, e testes de pressupostos e estimativas do modelo.

3.1 PLANO AMOSTRAL E COLETA DE DADOS

A população do presente estudo consiste de todas as empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Para a composição da amostra, foram selecionadas as empresas listadas em todos os períodos compreendidos entre os anos de 2010 e 2013. Este recorte temporal foi definido devido à convergência das normas contábeis brasileiras ao padrão internacional decorrente das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), tendo em vista que só a partir de 2010 as empresas de capital aberto passaram a apresentar suas demonstrações financeiras de acordo com as *full IFRS*.

Posteriormente, os dados foram filtrados, visando manter na amostra apenas ações de empresas que apresentassem todas as informações necessárias, seguindo os seguintes critérios:

- Bolsa: Bovespa;
- Tipo de ativo: Ação. Para aquelas firmas que possuíam mais de um tipo de ação, foram selecionadas aquelas que apresentaram maior liquidez;
- Ativo ou cancelado: ambos, desde que houvesse informações disponíveis nos quatro anos em análise;
- Dados financeiros: consolidados. Quando não aplicável, foram utilizados dados da controladora;
- Data-base das demonstrações contábeis: 31 de dezembro; e,
- Moeda: Real.

Para compor a amostra, foram exigidas as seguintes informações das empresas nas bases de dados utilizadas:

- Valor de Mercado em cada ano;
- Patrimônio Líquido em cada ano;
- Informações necessárias para o cálculo o Lucro Residual; e,
- Informações necessárias para a construção do IQGC.

Após esse filtro, foram consideradas na amostra apenas aquelas empresas que apresentaram todas as informações nos quatro anos observados, uma vez que para esta pesquisa foram utilizados dados balanceados. Assim, a amostra foi constituída de 213 empresas, totalizando 852 observações.

Quanto às bases de dados utilizadas, os dados de Governança Corporativa necessários para a formação do IQGC foram extraídos dos Formulários de Referência e dos Relatórios de Administração das empresas, disponíveis em seus sítios eletrônicos e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como na base de dados da Economatica[®]. As informações contábeis e financeiras, necessárias para a estimação do modelo de Ohlson, foram coletadas da Economatica[®], com base nas ações de maior liquidez de cada empresa. A taxa de poupança acumulada, considerada para o cálculo do lucro residual, foi extraída da página do Banco Central do Brasil. Ademais, os dados financeiros foram deflacionados pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) e pela quantidade de ações de cada empresa.

3.2 DEFINIÇÃO DOS MODELOS

Esta pesquisa teve como objetivo avaliar o reflexo da qualidade da Governança Corporativa no mercado de capitais, a partir do seu impacto no processo de avaliação de empresas. Para isso, utilizou-se o modelo de Ohlson (1995), por permitir a inserção de “outras informações” que estejam ligadas à avaliação e aos resultados futuros da empresa, mas que não foram refletidas pela Contabilidade.

Para que isso fosse possível, primeiramente, foi construído um índice, para ser utilizado como *proxy* da qualidade da Governança Corporativa, possibilitando, assim, analisar o *value relevance* dessa informação no mercado brasileiro de capitais, ao ser inserida no modelo de avaliação de empresas.

3.2.1 Índice da Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)

A qualidade da Governança Corporativa se trata de uma variável não observável, que envolve aspectos subjetivos. Diante disso, para mensurá-la, os pesquisadores geralmente

se utilizam de dois caminhos para mensurá-la de forma ampla: construir um indicador ou se basear em indicadores já existentes.

Nesta pesquisa, optou-se por montar um índice próprio, o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQCG). Para sua construção, foi utilizado como parâmetro para a escolha das dimensões o índice internacional do *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA), empregado no estudo de Klapper e Love (2004) em mercados emergentes, além dos índices brasileiros desenvolvidos por Carvalho da Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2007), com base nos quais foram selecionadas aquelas dimensões que estão em maior conformidade com a Teoria da Agência, e se acrescentou a dimensão Assimetria de Informação. No Quadro 2, apresentam-se os indicadores de cada dimensão, bem como sua descrição e relação esperada com a qualidade da Governança Corporativa, cuja escolha se baseou nos estudos supracitados, bem como na revisão de literatura apresentada no presente estudo.

Quadro 2 – Índice da Qualidade da Governança Corporativa

Dimensão	Variável	Descrição	Sinal
Composição do Conselho de Administração	Tamanho	O conselho é formado por 5 a 9 membros.	+
	Independência	Pelo menos 20% dos conselheiros são independentes.	+
	Chairman/CEO	O Presidente do Conselho e o Presidente da empresa não são a mesma pessoa.	+
Estrutura de Propriedade e de Controle	Ação ON	A empresa emite apenas ações com direito a voto.	+
	Participação	Os acionistas controladores possuem menos que 50% das ações com direito a voto.	+
	FC/Controle	A razão entre os direitos sobre o fluxo de caixa, em relação aos direitos de voto, é maior ou igual a 1.	+
Incentivo aos Administradores	Participação	A companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros das empresas.	+
	Opções	A companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra.	+
	Bônus	A companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de bônus.	+
Disclosure	Relatórios	A empresa produz os relatórios financeiros anuais, até a data legal requerida.	+
	Demonstrativos Adicionais	A empresa divulga demonstrativos não obrigatórios como balanço social ou relatório integrado	+
	Auditoria	A empresa faz uso da auditoria dos líderes globais em auditoria (big four).	+
Proteção aos Investidores	PoisonPills	A empresa adota medidas anti takeover.	+
	TagAlong	A empresa concede tag along aos detentores de ações preferenciais.	+
	FreeFloat	O free-float é maior ou igual ao que é requerido no “Novo Mercado” da BM&FBOVESPA (25%).	+
Comitê de Auditoria	Comitê	A empresa possui um comitê de auditoria.	+
	Supervisão	O comitê de auditoria supervisiona a auditoria interna e procedimentos de contabilidade.	+
	Composição	É composto em sua maioria por membros independentes.	+
Assimetria de Informação	Retorno Anormal	Ausência de retorno anormal nas negociações	+
	ADR	A empresa emite ADR	+

	Níveis Diferenciados	A empresa está listada nos níveis diferenciados da BM&FBOVESPA	+
--	----------------------	--	---

Assim, as dimensões do IQGC foram identificadas a partir de um conjunto de 21 variáveis binárias, em que foi atribuído 1 (um) quando a empresa adota e 0 (zero) quando a empresa não adota determinada prática.

Destaca-se que, para identificar a existência de Retorno Anormal, única variável calculada do índice, primeiramente, calculou-se a diferença entre o retorno da ação e o retorno do Ibovespa em cada ano. De modo adicional, foi calculada a mediana dos retornos anormais das empresas no ano, e considerou-se que, uma empresa obteve retorno anormal em um determinado ano quando o retorno de sua ação mais líquida apresentou-se superior à mediana dos retornos anormais das ações das demais empresas naquele ano. Atribui-se, portanto, 1 (um) para a empresa que obteve retorno anormal acima da mediana e 0 (zero) quando o retorno anormal apresentou-se igual ou menor que a mediana.

A seguir, é apresentado o método utilizado para a mensuração da qualidade da Governança Corporativa.

3.2.1.1 Método de mensuração da qualidade da Governança Corporativa

A construção de um índice pode ser realizada por meio de diversos métodos. De acordo com o método proposto por Nagar e Basu (2002), o índice calculado por Análise de Componentes Principais (ACP) é uma média ponderada de todos os componentes gerados, sendo os pesos dados pelas suas respectivas variâncias. Assim, busca-se explicar a estrutura de variância e covariância de um vetor aleatório, mediante combinações lineares das variáveis aleatórias originais. Essas combinações lineares são denominadas de “componentes principais”, em que de k variáveis originais é possível se obter m componentes principais.

Nessa metodologia, toda a variabilidade dos dados é preservada. Ou seja, nenhuma informação é descartada. Posteriormente, esse indicador é reescalado no intervalo entre 0 e 1, em que os valores próximos de “1” indicam uma governança de melhor qualidade, uma vez que o sentido das variáveis foi definido de maneira que elevados valores indicassem menores problemas de agência. Neste estudo, aplicou-se o critério de Kaiser (1974) para o cálculo do IQGC, que segue o mesmo princípio proposto por Nagar e Basu (2002), diferenciando-se por considerar na média ponderada apenas as componentes com variância maior que 1. Esse procedimento evita utilizar componentes que apresentam uma variância menor que 1, ou seja, que contribuem menos que uma única variável padronizada.

Aplicou-se, ainda, como critério para determinar quantas componentes devem ser utilizadas na análise, o *scree-plot*, trata-se de um gráfico dos autovalores em função da ordem das componentes principais, em que é representada por meio de um gráfico a porcentagem de variância explicada por cada componente, em que os pontos de maior declive são indicativos do número total de componentes que devem ser utilizados.

As variáveis que representam a qualidade da Governança Corporativa, as quais esperam que, quanto maiores os seus valores, maior sua efetividade na redução dos conflitos de agência, foram substituídas pelos componentes principais, de modo que a variância dos indicadores fosse representada por esses componentes.

Para se obter os componentes principais, primeiramente deve-se padronizar as variáveis, de modo que estas se tornem aditivas e que seus pesos não sofram influência das unidades de medida. Posteriormente, busca-se obter a matriz de correlação das variáveis e resolver a Equação 9, determinística para λ .

$$|R - \lambda I| = 0 \quad (9)$$

Em que R é a matriz de correlação das variáveis padronizadas, sendo de ordem $k \times k$. As raízes do polinômio de ordem k , obtido através da Equação 9, são os k autovalores da matriz de correlação. Os autovetores $k \times 1$ são encontrados com base na resolução da Equação 10, sujeito à condição de que $\alpha' \alpha = 1$.

$$(R - \lambda I)\alpha = 0 \quad (10)$$

Assim, obtêm-se os autovetores (α) representados por:

$$\alpha_1 = \begin{bmatrix} \alpha_{11} \\ M \\ \alpha_{1k} \end{bmatrix}, \dots, \alpha_k = \begin{bmatrix} \alpha_{k1} \\ M \\ \alpha_{kk} \end{bmatrix} \quad (11)$$

Finalmente, obtêm-se os componentes principais PC, conforme Equação 12.

$$\begin{cases} PC_1 = \alpha_{11}X_1 + \alpha_{12}X_2 + \dots + \alpha_{1k}X_k \\ PC_2 = \alpha_{21}X_1 + \alpha_{22}X_2 + \dots + \alpha_{2k}X_k \\ PC_3 = \alpha_{31}X_1 + \alpha_{32}X_2 + \dots + \alpha_{3k}X_k \\ \quad \quad \quad M \\ PC_k = \alpha_{k1}X_1 + \alpha_{k2}X_2 + \dots + \alpha_{kk}X_k \end{cases} \quad (12)$$

Obtidos os componentes principais, seguiu-se para o cálculo do IQGC, ou seja, da média ponderada dos k componentes principais, cujos pesos são os autovalores da matriz de correlação, conforme Equação 13.

$$IQGC = \left[\frac{(\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \dots + \lambda_k PC_k)}{(\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_k)} \right] \quad (13)$$

Por fim, o índice é padronizado em uma escala de 0 a 1, em que 0 indica o menor nível de governança e 1 o mais elevado, conforme Equação 14.

$$IQGC = \left[\frac{IQGC_i - \min(IQGC)}{\max(IQGC) - \min(IQGC)} \right] \quad (14)$$

Substituindo-se os componentes principais encontrados pela combinação linear representada por eles, obtêm-se o peso de cada variável da qualidade da Governança Corporativa, que indica a sua importância relativa no índice.

3.2.2 Avaliação de Empresas e a Qualidade da Governança Corporativa

Conforme mencionado, para avaliar o *value relevance* do IQGC foi utilizado o modelo *Residual Income Valuation* (RIV) de Ohlson (1995), pois, além de utilizar de variáveis contábeis, permite a inserção de alguma variável que possa representar o que o autor denomina como “outras informações”. Diante disso, o modelo foi modificado, de acordo com a metodologia de Dechow, Hutton e Sloan (1999) para a inclusão da variável qualidade de Governança, como forma de avaliar o seu reflexo no valor das companhias. O modelo é expresso pela Equação 15, o Quadro 3 define as variáveis utilizadas.

$$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t \quad (15)$$

Quadro 3 - Definição das variáveis utilizadas no modelo de Ohlson (1995).

Variável	Descrição	Definição/Cálculo
p_t	Valor de Mercado	Valor de mercado da empresa no período t .
PL_t	Patrimônio Líquido	Patrimônio Líquido da empresa no período t .
L_t^a	Lucro Residual	$L_t - r * PL_{t-1}$
$IQGC_t$	Índice de Qualidade da Governança Corporativa	Índice de Qualidade da Governança Corporativa no período t .

Em que: L_t é o Lucro Líquido no período t , r é a taxa de desconto livre de risco, e PL_{t-1} é o Patrimônio Líquido no ano anterior. As variáveis financeiras foram deflacionadas pelo IGP-M e pela quantidade de ações de cada empresa e, para evitar problemas de multicolinearidade, foi subtraído o Lucro Líquido do Patrimônio Líquido.

Para o cálculo do Lucro Residual, é necessário aplicar uma taxa de desconto livre de risco, para este estudo foi considerada a taxa acumulada da poupança no período de análise, conforme utilizado por Lopes (2001) no cenário brasileiro.

Após o cálculo do Lucro Residual, prosseguiu-se para a estimação dos parâmetros de persistência das variáveis Lucro Residual e IQGC, obtidas por meio das Equações 4, 5, 6 e 7, conforme descrito no referencial teórico. Nessa etapa da pesquisa, por tratar-se de uma aplicação de um modelo autoregressivo de primeira ordem e pela limitação da pesquisa quanto aos dados de Governança Corporativa em anos anteriores aos utilizados neste estudo, a amostra foi reduzida para três anos, passando a contar com 639 observações. Cabe destacar que a amostra foi reduzida, exclusivamente, para a estimação dos parâmetros, sendo utilizada a amostra total para os demais procedimentos.

Estimados os parâmetros de persistência, conforme pressuposto do modelo de Ohlson (1995), as variáveis Lucro Residual e IQGC sofreram modificações de seus valores, devido à influência de seus respectivos parâmetros de persistência, ω e γ .

Posteriormente, para testar a Hipótese desta pesquisa, de que a qualidade de Governança Corporativa é *value relevant* para a avaliação das empresas, foram utilizadas as Equações 16 e 17.

$$p_t = \alpha_0 + \alpha_1 PL_t + \alpha_2 L_t^a + e_t \quad (16)$$

$$p_t = \alpha_0 + \alpha_1 PL_t + \alpha_2 L_t^a + \alpha_3 IQGC_t + e_t \quad (17)$$

Em que, p_t é o valor de mercado da empresa no ano t , PL_t é o Patrimônio Líquido no ano t , L_t^a é o Lucro Residual (anormal) no ano t , α_0 , α_1 , α_2 e α_3 são os parâmetros do modelo, $IQGC_t$ é a variável que resume as “outras informações” no ano t , e e_t é o erro no ano t .

Em um primeiro momento, o modelo foi estimado sem considerar a variável IQGC e, posteriormente, esta foi acrescentada ao modelo, com o objetivo de comparar o coeficiente de determinação do modelo (R^2) baseado apenas em informações contábeis e o coeficiente de determinação do modelo com a inserção da variável representada pelo IQGC. Além disso, foram analisados os critérios informacionais de Akaike, Hannan-Quinn e Schwars, de modo que, se o R^2 for significativamente maior quando essa variável for inserida,

haverá evidências de que a qualidade de Governança Corporativa é *value relevant*, isto é, que ela é refletida no processo de avaliação das empresas no mercado brasileiro de capitais. Ademais, assume-se neste estudo que considerar apenas o coeficiente de determinação para inferir se a Governança Corporativa é relevante, como o fizeram Brugni *et al.* (2012), torna os resultados frágeis. Neste estudo, utilizou-se de forma adicional, o teste de Wald, para determinar a significância estatística da diferença do R^2 nos dois modelos testados.

3.2.2.1 Características intrínsecas das empresas

De modo adicional, considerando que maiores empresas possuem mais recursos e requerem maior qualidade de Governança Corporativa, procurou-se analisar se os resultados encontrados na amostra total permanecem quando observadas características intrínsecas das empresas, tais como: Tamanho e Liquidez. Para isso, foram criadas 3 subamostras para cada característica, divididas em igual número de empresas, separadas em “maior”, “meio” e “menor”. Como critérios para o corte de tamanho e liquidez, foram utilizados o Ativo Total e o Volume de Negociações, respectivamente. Para a sua realização, foi utilizada a mesma metodologia aplicada à amostra total. Quanto à Análise de Componentes Principais, foi utilizada para as subamostra a metodologia que apresentou melhores resultados na amostra total.

3.2.3 Estimação dos Modelos

A técnica de Dados em Painel surge da união da série temporal com as *cross-sections*, onde se tem por finalidade estudar a influência de variáveis explicativas sobre determinada variável dependente para um conjunto de observações e ao longo do tempo (GUJARATI, 2011).

Os dados em painel dividem-se em três modelos principais: dados empilhados (*pooled*) ou *pooled ordinary least squares* (POLS), efeitos fixos ou efeitos aleatórios. O modelo POLS é o mais convencional. Nesse modelo, não é levada em consideração a natureza de cada *cross-section* estudada (FÁVERO *et al.*, 2009), diferentemente do modelo de efeitos fixos (MEF), que considera as alterações nas *cross-sections* ao longo do tempo. Já no modelo de efeitos aleatórios (MEA) a constante não é estimada como um parâmetro fixo, mas como um parâmetro aleatório não observado (GUJARATI, 2011).

O modelo de dados em painel, independente se é *POLS*, MEF ou MEA, pode ser balanceado ou não balanceado. Utiliza-se o modelo balanceado quando se possui o mesmo

número de dados temporais para cada indivíduo em cada *cross-sections*. Já o modelo não balanceado é utilizado quando o número de dados temporais é diferente para cada indivíduo em cada *cross-sections* (FÁVERO, *et al.*, 2011). No caso desta pesquisa, como a quantidade de empresas se repete ao longo dos anos, adotou-se o modelo balanceado.

Para escolher entre o modelo mais adequado foram utilizados os testes de Hausman, Chow e Breusch-Pagan. Depois de analisados os testes de especificação para a escolha dos modelos, foram realizados os testes de pressupostos básicos da análise de regressão: normalidade dos termos de erro, grau de multicolinearidade, ausência de autocorrelação e heterocedasticidade.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção, apresentam-se, inicialmente, as estatísticas descritivas das variáveis que compuseram o IQGC, bem como os resultados do cálculo dos pesos do IQGC e das análises do seu comportamento em função do tempo. Em seguida, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis que compuseram o modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995), as análises de persistência dos parâmetros, as estimativas para a escolha dos modelos, os testes de pressupostos e estimativas do modelo de Ohlson (1995). Por fim, apresentam-se os resultados do impacto das características intrínsecas de governança do processo de avaliação de empresas.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Primeiramente, no que diz respeito à adoção, por parte das empresas, das práticas de qualidade de Governança Corporativa, sugeridas pelo IQGC, apresenta-se na Tabela 1, a porcentagem de adoção de cada prática em cada um dos períodos observados. A análise foi realizada de acordo com a média dos períodos.

Tabela 1 - Adoção por parte das empresas das práticas que compõem o IQGC. 2010-2013.

Dimensão	Variável	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
		%	%	%	%	%
Composição do Conselho de Administração	Tamanho	72,77	70,89	71,36	74,17	72,29
	Independência	58,21	57,28	59,62	58,68	58,44
	Chairman/CEO	59,15	62,45	65,73	72,77	65,02
Estrutura de Propriedade e de	Ação ON	51,64	52,58	53,99	54,46	53,16
	Participação	48,35	50,23	52,58	54,93	51,52

Controle	FC/Controle	57,74	59,62	59,62	60,09	59,26
Incentivo aos Administradores	Participação	38,02	39,91	35,68	33,33	36,73
	Opções	44,60	45,54	47,41	48,35	46,47
	Bônus	43,66	46,01	46,94	49,76	46,59
<i>Disclosure</i>	Relatórios	97,18	98,12	97,65	98,12	97,76
	Demonstrativos Adicionais	47,88	50,70	51,64	52,11	50,58
	Auditoria	91,54	90,61	88,73	91,08	90,49
Proteção Investidores	<i>PoisonPills</i>	43,19	46,01	47,88	50,70	46,95
	<i>TagAlong</i>	23,94	23,00	22,53	22,53	23,00
	<i>FreeFloat</i>	82,62	83,10	82,15	83,56	82,85
Comitê de Auditoria	Comitê	32,86	34,74	36,15	37,08	35,20
	Supervisão	22,53	24,88	27,69	29,10	26,05
	Composição	8,45	7,98	10,79	11,26	9,62
Assimetria de Informação	Retorno Anormal	35,21	41,78	45,53	32,86	38,84
	ADR	10,79	10,8	11,73	12,20	11,38
	Níveis Diferenciados	62,91	64,79	66,19	68,07	65,47

Nota: Foram coletadas as informações de 213 empresas durante os quatros anos.

De acordo os resultados apresentados na Tabela 1, no que diz respeito à dimensão Composição do Conselho de Administração das empresas pertencentes à amostra no período analisado, observa-se que, em média, de 72,29% destas possuem um conselho de administração formado por 5 a 9 membros, corroborando a literatura baseada na teoria da agência, que sugere conselhos menores (WEISBACH, 1988; LIPTON; LORSH, 1992; JENSEN, 1993) e apresentando um avanço da adoção da prática quando comparado com outros estudos realizados no Brasil (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS, 2007).

Quanto à participação de membros independentes no conselho, aproximadamente 58,44% das empresas possuem no mínimo 20% dos membros sendo independentes, fato que demonstra uma realidade do mercado brasileiro de capitais, onde se observa menor participação de membros independentes nos conselhos e predomínio de acionistas majoritários e executivos da própria empresa assumindo esses cargos (DUTRA; SAITO, 2002; SCHIEHLL; SANTOS, 2004). Ainda, cerca de 65,02% das empresas não apresentam acúmulo de funções de CEO e presidente no conselho, corroborando os achados de Carvalho da Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2007), de acordo com a Teoria da Agência (JENSEN, 1993).

Na dimensão Estrutura de Propriedade e Controle, aproximadamente 53,16% das empresas emitem apenas ações ON. Vale salientar que no mercado brasileiro apenas as empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, são obrigadas a emitir apenas

ações com direito a voto. Em média, em 51,52% das empresas, o acionista controlador possui menos de 50% das ações com direito a voto. E, em cerca de 59,26% das empresas, o direito sobre o fluxo de caixa é maior ou igual ao direito sobre o controle das companhias. Os resultados apresentam também um avanço na adoção dessas práticas por parte das empresas quando comparados àqueles encontrados por Carvalhal da Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2007).

No entanto, a de presença ainda considerável de concentração de capital pode desencadear no conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997), comum em mercados emergentes como o brasileiro, que é agravado quando os direitos sobre o controle são maiores do que os direitos sobre os fluxos de caixa, que se dá pela emissão de ações sem direito a voto (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER 1999; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002; CLAESSENS *et al.*, 2002; DOIDGE, 2004; SILVEIRA *et al.*, 2004; ALDRIGHI; NETO, 2005).

Na dimensão Incentivo aos Administradores, pode-se perceber que menos de 50% das empresas possuem programas de incentivos, sejam eles participações no lucro (36,73%), opções de compras (46,47%) ou bônus aos administradores (46,59%), de modo que se observa que poucas empresas consideram e adotam essas práticas como forma de alinhar o interesse dos gestores aos dos proprietários, indo de encontro à Teoria da Agência (JENSEN; MURPHY, 1990; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Na dimensão *disclosure*, observa-se que 97,76% das empresas produzem seus relatórios financeiros até a data requerida, em consonância com as evidências encontradas por Silveira e Barros (2007). Em média, 50,58% das empresas divulgam relatórios adicionais. Ainda, 90,49% das empresas fazem uso de serviços dos líderes de auditoria (*big four*), corroborando os achados de Carvalhal da Silva e Leal (2005). Esses resultados evidenciam que as empresas ainda direcionam poucos esforços para adotar a transparência em suas atividades, fato que pode estar associado ao alto custo que a adoção de suas práticas incorrem (DYE, 2001), divulgando para o mercado, em sua maioria, apenas as informações obrigatórias.

Na dimensão Proteção aos Investidores, foi visto que, em média, 46,95% das empresas adotam medidas anti *takeover* e, ainda, que em pequena escala esse número tem aumentado durante os anos observados. Apenas 23% das empresas concedem *tag along* para os detentores de ações preferenciais, revelando que, na maioria das empresas, os acionistas minoritários não têm o direito de deixar a companhia por um preço superior a 80% do valor

pago pelas ações do controlador, caso aconteça uma tomada de controle hostil. No entanto, os números apontam que aproximadamente 82,85% das empresas possuem no mínimo 25% de suas ações em circulação (*free float*). Cabe destacar que a adoção significativa dessa prática pode estar associada à obrigação de sua adoção por parte das empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA.

A Tabela 1 evidencia, ainda, que aproximadamente 35,20% das empresas possuem comitês de auditoria. Cerca de 26,05% supervisionam a auditoria interna e procedimentos de Contabilidade. E, em média, 9,62% das empresas possuem comitês composto em sua maioria por membros independentes. Os resultados revelam que as empresas, em sua grande maioria, podem não considerar que a presença de um comitê de auditoria contribui para minimizar os conflitos de agência, indo de encontro à literatura (PINCUS *et al.*, 1989; BRADBURY, 1990; COLLIER, 1993; WILLIAMS, 1994; ADAMS, 1997; COLLIER; GREGORY, 1999; RAINSBURY *et al.*, 2008). Ademais, os resultados podem ser atribuídos à falta de obrigatoriedade desse comitê nas companhias.

Na dimensão Assimetria de Informação, observa-se que aproximadamente 38,84% das empresas indicam não possuir retornos anormais no período investigado, o que pode levar a possíveis evidências de que os retornos anormais obtidos pelas outras esteja associado à prática de *insider trading*. Apenas 11,38% das empresas emitem ADR, no entanto, aproximadamente 65,47% delas estão listadas em algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. Assim como a existência de um retorno anormal não é regra para negociação com informações privilegiadas, a emissão de ADR ou a listagem nos níveis diferenciados de governança apenas sinalizam que, por ser exigido dessas empresas um maior nível de divulgação de suas informações, a assimetria de informações é reduzida nessas empresas (IQUIAPAZA, LAMOUNIER, AMARAL; 2007), e conseqüentemente a negociação a partir dessa “vantagem”.

A dimensão *Disclosure* foi aquela que, considerando as 3 variáveis em conjunto, obteve maior frequência entre as empresas, quando comparada às demais, (79,61%). Por outro lado, observa-se que a dimensão Comitê de Auditoria foi aquela que apresentou a menor frequência entre as empresas (23,62%), resultados que podem ser atribuídos à obrigatoriedade ou não das empresas de capital aberto adotarem as respectivas práticas.

Quanto à estatística descritiva do Índice da Qualidade da Governança Corporativa, este foi calculado de acordo com o critério de Kaiser, no qual são consideradas apenas as componentes que obtiveram variância maior que 1. Nesse caso, foram obtidas as sete componentes principais que conseguiram explicar 62,38% da variância total. Os dados

revelaram que as empresas analisadas possuem um índice de qualidade da Governança Corporativa (IQGC) médio igual a 0,59, com desvio padrão de 0,21 e mediana 0,64, conforme Tabela 2.

Tabela 2 - Evolução do IQGC ao longo do período. 2010-2013.

Ano	Média	Máx.	Min.	Mediana	Desv. Pad.
2010	0,582	0,958	0,000	0,626	0,209
2011	0,595	0,980	0,031	0,638	0,211
2012	0,602	0,980	0,031	0,639	0,212
2013	0,614	1,000	0,061	0,666	0,215

Os resultados apresentados na Tabela 2 sugerem uma tendência de crescimento do índice de qualidade da governança ao longo do período estudado. Dessa forma, efetuou-se o teste de comparação de médias e não foram constatadas diferenças significativas pelo teste de Kruskal-Wallis (3,18), com p -valor 0,363.

De modo adicional, foi aplicado o critério *scree-plot*, para determinar quantas componentes devem ser utilizadas na análise. De acordo com esse critério, as duas componentes principais são suficientes para a análise, explicando 32,10% da variância total.

Analisando por esse critério, o IQGC médio é igual a 0,51, com desvio padrão de 0,22 e mediana 0,54, conforme Tabela 3. Esses resultados também sugerem uma tendência de crescimento do índice de qualidade da governança ao longo do período estudado.

Tabela 3 - Evolução do IQGC ao longo do período (scree-plot). 2010-2013.

Ano	Média	Máx.	Min.	Mediana	Desv. Pad.
2010	0,497	0,991	0,000	0,524	0,218
2011	0,508	1,000	0,000	0,533	0,218
2012	0,521	0,991	0,000	0,538	0,223
2013	0,535	0,991	0,000	0,563	0,230

Quanto aos pesos dos indicadores de qualidade de Governança Corporativa, conforme Tabela 4, primeiramente, de forma isolada, constatou-se que os indicadores “Relatórios” (entrega de relatórios financeiros anuais até a data requerida) e “Auditoria” (uso de auditoria dos líderes globais de auditoria) são os que mais contribuem para o índice, com participação de 9,16% e 8,47%, respectivamente. Por outro lado, os indicadores menos influentes são “Composição” (comitê de auditoria composto, em sua maioria, por membros independentes) (0,90%) e “ADR” (emissão de ADR) (1,06). Ao observar os indicadores em

dimensões, constatou-se que a dimensão *Disclosure* é a que mais contribui para o índice, com uma participação de 22,37%, Consequentemente, o comportamento do IQGC é consideravelmente influenciado por esse mecanismo. A dimensão Comitê de Auditoria é a que oferece menor contribuição, representando apenas 6,63% do índice e, portanto, aquela que exerce menor influência sobre o índice.

Tabela 4 - Importância relativa das dimensões e indicadores do IQGC. 2010-2013.

Dimensão	Peso	Indicador	Peso
Composição do Conselho de Administração	18,33%	Tamanho	6,77%
		Independência	5,47%
		Chairman/CEO	6,09%
Estrutura de Propriedade e de Controle	15,36%	Ação ON	4,98%
		Participação	4,83%
		FC/Controle	5,55%
Incentivo aos Administradores	12,16%	Participação	3,45%
		Opções	4,35%
		Bônus	4,36%
<i>Disclosure</i>	22,37%	Relatórios	9,16%
		Demonstrativos Adicionais	4,74%
		Auditoria	8,47%
Proteção Investidores	14,31%	<i>PoisonPills</i>	4,40%
		<i>TagAlong</i>	2,15%
		<i>FreeFloat</i>	7,76%
Comitê de Auditoria	6,63%	Comitê	3,29%
		Supervisão	2,44%
		Composição	0,90%
Assimetria de Informação	10,83%	Retorno Anormal	3,64%
		ADR	1,06%
		Níveis Diferenciados	6,13%

No que se refere às demais variáveis utilizadas neste estudo, sendo Valor de Mercado (p), Patrimônio Líquido (PL) e Lucro Residual (L^a), além do próprio Índice da Qualidade da Governança Corporativa (IQGC), a Tabela 5 apresenta suas estatísticas descritivas com os dados “originais” e “tratados”. A hipótese de que as variáveis seguem uma distribuição normal foi rejeitada. Com base nisso, optou-se por utilizar a matriz de correlação de Spearman, conforme Tabela 6.

Em geral, todas as variáveis apresentaram médias positivas. No caso do Lucro Residual, evidencia que, em média, as empresas brasileiras geraram lucro suficiente para custear o seu capital. E que, como a taxa utilizada para o cálculo foi a taxa anual acumulada

da poupança, pode-se afirmar que, para essa amostra e período, foi mais interessante financeiramente aplicar os recursos nas atividades da empresa, conforme Tabela 5.

Como apresentado na metodologia, Valor de Mercado e Patrimônio Líquido foram deflacionados pela quantidade de ações de cada companhia. Para evitar autocorrelação entre as variáveis PL e Lucro Residual, foi subtraído o Lucro Líquido da variável Patrimônio Líquido. O Lucro Residual sofreu modificações indiretas, uma vez que seu valor é obtido também pelo valor do Patrimônio Líquido. Ainda, as variáveis Lucro Residual e IQGC apresentam-se já ajustadas aos seus parâmetros de persistência. A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis modificadas, cujas médias também se apresentam positivas.

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis do modelo de Ohlson (1995). 2010-2013.

	Média			
	2010	2011	2012	2013
Painel A: Dados originais				
Valor de Mercado	10649727,14	10126217,37	10422738,93	10366830,12
Patrimônio Líquido	5982818,934	7218536,579	6956025,061	7517231,131
Lucro Residual	582679,185	487520,966	174997,259	228189,934
IQGC	0,582	0,595	0,602	0,614
Painel B: Dados tratados				
Valor de Mercado	0,025	0,021	0,020	0,020
Patrimônio Líquido	0,015	0,017	0,015	0,016
Lucro Residual	0,004	0,002	-0,001	-0,002
IQGC	0,037	0,042	0,037	0,033

Notas: As variáveis Valor, Patrimônio Líquido e Lucro Residual foram deflacionadas pelo IGP-M. O Valor e o Patrimônio Líquido foram deflacionados pela quantidade de ações das empresas. O Patrimônio Líquido foi modificado pela subtração do Lucro Líquido. As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência..

Analisando a matriz de correlação da amostra completa na Tabela 6, pode-se observar que o Valor de Mercado é positivamente correlacionado com o Patrimônio Líquido, o Lucro Residual e o IQGC ao nível de 5%. Entre as variáveis explicativas, não possuem correlação entre si, com exceção do Lucro Residual e Patrimônio Líquido, motivo pelo qual o Lucro Residual sofreu modificações, como forma de evitar problemas de multicolinearidade.

Tabela 6 - Matriz de correlação de Spearman das variáveis de avaliação das empresas. 2010-2013.

	VM	PL	Residual	GC
Valor de Mercado	1,000			
Patrimônio Líquido	,630 ***	1,000		
Lucro Residual	,560 ***	,142 ***	1,000	

IQGC	,109***	-,034	,006	1,000
------	---------	-------	------	-------

*** sig a 1%

Notas: As variáveis Valor de Mercado, Patrimônio Líquido e Lucro Residual foram deflacionadas pelo IGP-M. O Valor de Mercado e o Patrimônio Líquido foram deflacionados pela quantidade de ações das empresas. O Patrimônio Líquido foi modificado pela subtração do Lucro Líquido. As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

4.2 ANÁLISE DO CONTEÚDO INFORMATIVO DO IQGC

Nesta etapa, foram realizadas as estimativas do modelo RIV de Ohlson (1995). Para tanto, de acordo com a metodologia previamente apresentada, primeiramente foram estimadas as persistências do Lucro Residual e do IQGC, com o objetivo de se obter os parâmetros de persistência do modelo. Todo o procedimento foi realizado em um primeiro momento com o IQGC calculado segundo o critério de Kaiser e, posteriormente, de acordo com o critério *scree-plot*.

Para avaliar a persistência dos Lucros Residuais e do IQGC, bem como analisar o modelo de Ohlson, utilizou-se a metodologia de análise de dados em painel por POLS para todos os modelos, conforme Tabelas 7, 8, 9 e 10. A hipótese nula do teste de Hausman, de que os resíduos não são correlacionados com as variáveis explicativas, não foi rejeitada, fazendo com que fosse necessário avaliar a utilização do teste de Breusch-Pagan, que não rejeitou a hipótese de que a variância dos erros é igual a zero.

De acordo com os dados apresentados nas Tabelas 7, 8, 9 e 10, todos os modelos foram significativos de acordo com o teste F, ao nível de 1%. Pelo teste de Doornik-Hansen, não foi observada distribuição normal, no entanto, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado, de acordo com o Teorema do Limite Central e a Lei dos Grandes Números, pois o modelo foi estimado com 639 (persistência) e 852 (avaliação de empresas) observações válidas. Todos os modelos apresentaram problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, por meio dos testes de Durbin-Watson e Wald, os quais foram corrigidos pela abordagem HAC de Arellano (2003). Ademais, o grau de multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo 1, mensurado pelo Fator de Inflação da Variável (FIV), não é considerado problemático, pois os valores foram inferiores a 1,00. O grau de multicolinearidade não foi estimado para os modelos de estimação da persistência do IQGC, por se tratar de modelos univariados.

As Tabelas 7 e 9 apresentam os resultados das regressões que representam as Equações 18 e 19, que estima a persistência dos lucros residuais e a persistência de “outras informações”, respectivamente.

$$L_{t+1}^a = \alpha_0 + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1} \quad (18)$$

$$IQGC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1} \quad (19)$$

Em que L^a é o Lucro Residual no período futuro, $IQGC_t$ é o IQGC no período t , α_1 é o parâmetro de persistência do Lucro Residual (ω), α é o coeficiente das variáveis e $\tilde{\varepsilon}$ é o termo de erro da regressão no período $t+1$. Na Equação 19, $IQGC_t$ é o IQGC, α_1 é o parâmetro de persistência do IQGC (γ).

Posteriormente, nas Tabelas 8 e 10, são apresentados os resultados das regressões que representam as Equações 20 e 21, que buscam estimar o valor da empresa com base nos Lucros Residuais, Patrimônio Líquido e IQGC.

$$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \varepsilon \quad (20)$$

$$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \varepsilon \quad (21)$$

Em que p_t é o Valor de Mercado da empresa no período t , PL_t é o Patrimônio Líquido no período t , L_t^a é o Lucro Residual no período t , $IQGC_t$ é o IQGC no período t , α_1 e α_2 são os parâmetros dos modelos e ε é o termo de erro.

De acordo com a Tabela 7, o Lucro Residual é persistente ao nível de 5%, assim, o Lucro Residual atual explica 17,7% do Lucro Residual futuro em um modelo onde está inserido o IQGC. Por sua vez, o IQGC é persistente no período, de modo que ele explica a maior parte de suas variações no futuro ao nível de 1%. De acordo com os resultados, o IQGC atual explica aproximadamente 87% do IQGC futuro. Desse modo, o IQGC é uma *proxy* contínua para a qualidade da Governança Corporativa para esta amostra no período analisado.

Tabela 7 – Testes de especificação e análise da persistência dos lucros residuais e do IQGC. 2010-2013.

Modelo	$L_{t+1}^a = \alpha_0 + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1}$	$IQGC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1}$
Constante	-0,001 (0,285)	0,043 (0,000)***
Lucro Residual	0,535 (0,037)**	-
IQGC	0,001 (0,415)	0,945 (0,000)***
Corte Transversal	213	213

(empresas)		
Série Temporal (anos)	3	3
Observações	639	639
Estatística F	69,845 (0,000)***	4496,829 (0,000)***
R ²	0,180	0,875
R ² Ajustado	0,177	0,875
Critério de Akaike	-4820,658	-1492,687
Critério Hannan-Quinn	-4815,464	-1489,225
Critério de Schwarz	-4807,278	-1483,768
Durbin-Watson	1,895	1,263
Wald	0,000 (0,000)***	709382 (0,000)***
Doornik-Hansen	38370,810 (0,000)***	141,226 (0,000)***
Hausman	0,111 (0,945)	0,043 (0,834)
Breusch-Pagan	0,239 (0,624)	1,558 (0,211)
Chow	0,943 (0,682)	1,158 (0,103)

Notas: L_{t+1}^a é o Lucro Residual no período futuro, α é o coeficiente das variáveis, $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa no período t e ε é o termo de erro da regressão no período $t+1$. $IQGC_{t+1}$ é o IQGC no período $t+1$. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância (entre parênteses). Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significativo a 1% e ** a 5%.

As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

Para analisar se a *proxy* de Governança Corporativa possui *value relevance*, em um primeiro momento, foi estimado o modelo, atribuindo-se 0 à variável “outras informações”. Os resultados demonstrados na Tabela 8 revelam que tanto o Lucro Residual, quanto o Patrimônio Líquido, são significativos, ao nível de 5% e 1%, respectivamente, o que leva a inferir que eles exercem influência na determinação do valor de mercado das companhias analisadas. Além disso, essas variáveis explicam 26% da variação do valor do mercado das firmas que compõem a amostra. Ainda, o modelo é significativo ao nível de 1% (Teste F).

Em um segundo momento, foi inserida ao modelo a variável “outras informações”, representada neste estudo pelo IQGC. A inclusão do IQGC evidenciou que a qualidade da Governança Corporativa é significativa ao nível de 1% para determinação do valor de mercado da empresa e, em conjunto com as outras variáveis do modelo, gera um R² ajustado de 0,2676, aumentando em 2,92% o poder explicativo do modelo ao inserir essa variável, conforme Tabela 8.

Tabela 8 – Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohson (1995). 2010-2013.

Modelo	$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \varepsilon$			$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \varepsilon$		
	Coef.	Est. T	Signif.	Coef.	Est. T	Signif.

Constante	0,013	7,208	0,000***	0,004	1,418	0,156
Patrimônio Líquido	0,511	3,343	0,000***	0,527	17,448	0,000***
Lucro Residual	0,175	2,082	0,037**	0,177	8,210	0,000***
IQGC	-	-	-	0,133	3,131	0,001***
Corte transversal (empresas)			213			213
Série temporal (anos)			4			4
Observações			852			852
Estatística F			150,564 (0,000)***			104,684 (0,000)***
R ²			0,261			0,2702
R ² Ajustado			0,260			0,2676
Critério de Akaike			-3526,382			-3534,176
Critério Hannan-Quinn			-3520,927			-3526,902
Critério de Schwarz			-3512,140			-3515,185
Chow			1,043 (0,345)			1,062 (0,287)
Hausman			0,682 (0,710)			1,497 (0,682)
Breusch- Pagan			0,129 (0,719)			0,283 (0,594)

Notas: p_t é o Valor de Mercado da empresa no período t , L_t^a é o Lucro Residual no período t , $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa em t , α_1 e α_2 são os parâmetros dos modelos e ε é o termo de erro. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância. Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1% e ** a 5%. As variáveis Valor de Mercado e Patrimônio Líquido foram deflacionadas pelo IGP-M. O Valor de Mercado e o Patrimônio Líquido foram deflacionados pela quantidade de ações das empresas. O Patrimônio Líquido foi modificado pela subtração do Lucro Líquido. As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

Como forma de atribuir maior robustez aos resultados, foi realizado o teste de Wald, para determinar a significância estatística da diferença do R² nos dois modelos testados. O teste de Wald rejeitou a hipótese de que o parâmetro da regressão é igual a zero para o IQGC, ao nível de 1%. Ou seja, a melhora do modelo com a adição da variável é estatisticamente significativa. Diante dos resultados, pode-se inferir que a qualidade da Governança Corporativa é *value relevant*.

Dando prosseguimento à análise, optou-se por testar o impacto da qualidade da Governança Corporativa na avaliação das empresas, considerando na elaboração do índice por meio da ACP apenas os dois primeiros componentes principais, de acordo com os resultados apontados pelo critério *scree-plot*.

A Tabela 9 evidencia que o Lucro Residual e o IQGC são persistentes no período que compreende a amostra utilizada nessa seção. O lucro residual atual, explica 17,56% de suas variações futuras, ao nível de significância de 1%, em um modelo onde estão inseridas “outras informações”. Por sua vez, O IQGC atual explica 92% do IQGC futuro, ao nível de significância de 1%.

Tabela 9 - Análise da persistência dos lucros residuais e do IQGC. 2010-2013.

Modelo	$L_{t+1}^a = \alpha_0 + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1}$	$IQGC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1}$
Constante	-0,000 (0,405)	0,023 (0,000)***
Lucro Residual	0,534 (0,037)**	- -
IQGC	0,000 (0,645)	0,978 (0,000)***
Corte Transversal (empresas)	213	213
Série Temporal (anos)	3	3
Observações	639	639
Estatística F	68,954 (0,000)***	7436,531 (0,000)***
R ²	0,178	0,921
R ² Ajustado	0,175	0,920
Critério de Akaike	-4819,188	-1715,596
Critério Hannan-Quinn	-4813,994	-1712,133
Critério de Schwarz	-4805,808	-1706,676
Durbin-Watson	1,894	1,307
Wald	0,000 (0,000)***	372739 (0,000)***
Doornik-Hansen	39443,7 (0,000)***	133,491 (0,000)***
Hausman	0,595 (0,742)	0,293 (0,588)
Breusch- Pagan	0,238 (0,625)	0,094 (0,758)

Notas: L_{t+1}^a é o Lucro Residual no período futuro, α é o coeficiente das variáveis, $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa no período t e $\tilde{\varepsilon}$ é o termo de erro da regressão no período $t + 1$. $IQGC_{t+1}$ é o IQGC no período $t + 1$. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância (entre parênteses). Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1% e ** a 5%.

As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

Para analisar se a *proxy* de Governança Corporativa possui *value relevance*, em um primeiro momento, foi estimado o modelo atribuindo-se 0 à variável IQGC. Os resultados apresentados na Tabela 10 revelam que tanto o Lucro Residual quanto o Patrimônio Líquido são significativos, ao nível de 5% e 1%, respectivamente, o que leva a inferir que eles exercem influência na determinação do valor de mercado das companhias analisadas. Além disso, essas variáveis explicam 26% da variação do valor do mercado das firmas que compõem a amostra. Ainda, o modelo é significativo ao nível de 1% (Teste F).

Em um segundo momento, foi inserida ao modelo a variável IQGC, cuja inclusão evidenciou que a qualidade da Governança Corporativa é significativa ao nível de 1% para determinação do valor de mercado e, em conjunto com as outras variáveis do modelo, gera um R² ajustado de 0,284, aumentando em 9,53% o poder explicativo do modelo ao inserir essa variável.

Tabela 10 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995). 2010-2013.

Modelo	$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \varepsilon$			$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \varepsilon$		
	Coef.	Est. T	Signif.	Coef.	Est. T	Signif.
Constante	0,013	7,208	0,000***	0,000	0,150	0,880
Patrimônio Líquido	0,511	3,343	0,000***	0,535	17,985	0,000***
Lucro Residual	0,175	2,082	0,037**	0,180	8,428	0,000***
IQGC	-	-	-	0,215	5,509	0,000***
Corte transversal (empresas)			213			213
Série temporal (anos)			4			4
Observações			852			852
Estatística F			150,564 (0,000)***			113,965 (0,000)***
R ²			0,261			0,287
R ² Ajustado			0,260			0,284
Critério de Akaike			-3526,382			-3554,347
Critério Hannan-Quinn			-3520,927			-3547,074
Critério de Schwarz			-3512,140			-3535,357
Durbin-Watson			1,783			1,778
Wald			178719 (0,000)***			139850 (0,000)***
Doornik-Hansen			854,502 (0,000)***			850,336 (0,000)***
Hausman			0,682 (0,710)			0,643 (0,886)
Breusch- Pagan			0,129 (0,719)			0,354 (0,551)

Notas: p_t é o Valor de Mercado da empresa no período t , L_t^a é o Lucro Residual no período t , $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa em t , α_1 e α_2 são os parâmetros dos modelos e ε é o termo de erro. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância. Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significativo a 1% e ** a 5%.

As variáveis Valor, Patrimônio Líquido foram deflacionadas pelo IGP-M. O Valor de Mercado e o Patrimônio Líquido foram deflacionados pela quantidade de ações das empresas. O Patrimônio Líquido foi modificado pela subtração do Lucro Líquido. As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

O teste de Wald rejeitou a hipótese de que o parâmetro da regressão é igual a zero para o IQGC, ao nível de 1%, ou seja, a melhora do modelo com a adição da variável é estatisticamente significativa.

Ao analisar o conjunto de resultados, considerando tanto o critério de Kaiser, quanto o critério *scree-plot*, observa-se que a inserção de conteúdos não financeiros, neste estudo representado pela qualidade de Governança Corporativa, podem ser adequados para explicar o valor da empresa. Somando-se isto ao teste de Wald, pode-se afirmar que, para a amostra utilizada, a qualidade da Governança Corporativa é *value relevant*.

Os resultados encontrados são consistentes com as evidências apresentadas por Lee, Ling e Chiang (2011), de que variáveis de Governança Corporativa são relevantes, bem como com Brugni *et al.* (2012), que obtiveram em seu estudo um aumento no poder explicativo no modelo de Ohlson (1995), ao inserir práticas isoladas de governança corporativa. Os resultados também foram consistentes os estudos de Wu e Wang (2008) e Girão, Martins e Paulo (2014), que também apresentaram um acréscimo no poder explicativo do modelo, ao inserir “outras informações”, nestes dois últimos, ressalta-se que foram utilizadas *proxies* distintas para “outras informações”. Os resultados ainda corroboram as evidências de Klapper e Love (2004) e Leal e Carvalhal da Silva (2007), de que o mercado precifica a qualidade de Governança Corporativa, de modo que a sinalização de informações desse caráter valoriza a empresa.

Diante do exposto, a Hipótese de pesquisa deste estudo, de que o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) é *value relevant* para a avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais por meio do modelo de Ohlson (1995), não pode ser rejeitada.

4.3 INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS INTRÍNSECAS DAS EMPRESAS

Para testar se empresas maiores, que possuem mais recursos, possuem seu Valor de Mercado impactado pela qualidade de sua Governança Corporativa, utilizando o modelo de Ohlson (1995), foram criadas subamostras com base no tamanho da empresa e na liquidez de suas ações, isto é, no ativo total e no volume de negociação das ações das empresas em cada período. A seguir, são apresentadas as análises.

Para analisar o impacto da qualidade da Governança Corporativa no processo de avaliação de acordo com o tamanho e a liquidez, foram criadas três subamostras com a mesma quantidade de empresas, separadas em “maior”, “médio” e “menor” tamanho. O processo para estimação dos parâmetros de persistência e estimativas do modelo de Ohlson (1995) segue os mesmos procedimentos realizados para a amostra total.

De acordo com os dados apresentados a seguir, todos os modelos foram significativos de acordo com o teste F, ao nível de 1%. Pelo teste de Doornik-Hansen, não foi apresentada distribuição normal, no entanto, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado, de acordo com o Teorema do Limite Central e a Lei dos Grandes Números, pois os modelos foram estimados com 213 (persistência) e 284 (avaliação de empresas) observações válidas. Todos os modelos apresentaram problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, por meio

dos testes de Durbin-Watson e Wald, estes foram corrigidos pela abordagem HAC de Arellano (2003). Ademais, o grau de multicolinearidade, mensurado pelo FIV, entre as variáveis explicativas não é considerado problemático, pois foram menores que 1,373. Para os modelos de persistência do IQGC, não foram estimados o grau de multicolinearidade, por tratar-se de modelos univariados.

4.3.1 Influência do Tamanho

Para avaliar a persistência dos Lucros Residuais e das “outras informações”, bem como para a estimação dos modelos de avaliação de empresas das subamostras de tamanho, utilizou-se a metodologia de análise de dados em painel por POLS, conforme a Tabela 11 e 10. Para os modelos de persistência, a hipótese nula do teste de Hausman não foi rejeitada, fazendo com que fosse necessário avaliar a utilização do teste Breusch-Pagan, cuja hipótese nula também não foi rejeitada. Para os modelos de avaliação de empresas, a hipótese nula do teste de Hausman foi rejeitada, neste caso, recorreu-se ao teste de Chow, que não rejeitou a hipótese de que os grupos têm um intercepto em comum. Para as subamostras de tamanho médio, os dados em painel foram analisados pelo MEF, uma vez que as hipóteses nulas dos testes de Hausman e Chow foram rejeitadas.

A Tabela 11 evidencia que o Lucro Residual é persistente apenas nas subamostras de tamanho médio e menor. Já o IQGC é persistentes nas 3 subamostras de tamanho no período que compreende a amostra utilizada nessa seção. O Lucro Residual atual, explica 34,61% e 45,85% das suas variações futuras, para empresas de tamanho médio e maior, respectivamente, ao nível de significância de 1%, em um modelo onde está inserido o IQGC. Por sua vez, O IQGC atual explica 85,50%, 91,13% e 96,34% do IQGC futuro, para as empresas de maior, médio e menor tamanho, respectivamente, ao nível de significância de 1%.

Tabela 11 - Persistência dos lucros residuais e do IQGC para as subamostras de Tamanho. 2010-2013.

Modelo	$L_{t+1}^a = \alpha_0 + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1}$			$IQGC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 IQGC_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1}$		
	Maior	Médio	Menor	Maior	Médio	Menor
Constante	-0,006 (0,309)	0,000 (0,096)*	0,000 (0,721)	0,048 (0,008)***	0,029 (0,005)***	0,011 (0,018)**
Lucro Residual	0,329 (0,262)	0,608 (0,001)***	1,444 (0,001)***	-	-	-
IQGC	0,008 (0,312)	0,000 (0,071)*	-0,002 (0,268)	0,946 (0,000)***	0,968 (0,000)***	0,992 (0,000)***
Corte transversal	71	71	71	71	71	71

(empresas)						
Série temporal (anos)	3	3	3	3	3	3
Observações	213	213	213	213	213	213
Estatística F	18,392 (0,000)***	55,575 (0,000)***	88,916 (0,000)***	1244,281 (0,000)***	2170,092 (0,000)***	5565,813 (0,000)***
R ²	0,149	0,346	0,458	0,855	0,911	0,963
R ² Ajustado	0,140	0,339	0,453	0,854	0,910	0,963
Critério de Akaike	-1526,078	-2086,983	-1610,970	-540,583	-530,210	-636,719
Critério Hannan-Quinn	-1522,003	-2082,908	-1606,895	-537,866	-527,493	-634,002
Critério de Schwarz	-1515,994	-2076,900	-1600,886	-533,860	-523,487	-629,997
Durbin-Watson	1,130	1,078	1,702	1,347	1,302	1,304
Wald	464908 (0,000)***	287343 (0,000)***	0,000 (0,000)***	78285,2 (0,000)***	30823 (0,000)***	125395 (0,000)***
Doornik-Hansen	4772 (0,000)***	130,533 (0,000)***	3247,79 (0,000)***	46,321 (0,000)***	24,815 (0,000)***	121,859 (0,000)***
Hausman	0,645 (0,724)	1,503 (0,471)	0,937 (0,625)	1,575 (0,209)	0,000 (0,984)	0,448 (0,503)
Breusch- Pagan	0,001 (0,964)	0,022 (0,881)	0,272 (0,601)	0,015 (0,902)	0,325 (0,568)	1,723 (0,189)

Notas: L_{t+1}^a é o Lucro Residual no período futuro, α é o coeficiente das variáveis, $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa no período t e $\tilde{\varepsilon}$ é o termo de erro da regressão no período $t+1$. $IQGC_{t+1}$ é o IQGC no período $t+1$. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância (entre parênteses). Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1%, ** a 5% e * a 10%.

As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

Para analisar se a variável IQGC possui *value relevance* na avaliação de empresas, em um primeiro momento, foram estimados os modelos atribuindo-se 0 à variável IQGC. Os resultados apresentados na Tabela 12 revelam que o Patrimônio Líquido é significativo nas empresas de maior e médio tamanho ao nível de 1%, já o Lucro Residual apresenta-se significativo em todas as subamostras, também ao nível de 1%. O que leva a inferir que, nesses casos, essas variáveis exercem influência na determinação do valor de mercado das companhias analisadas. Além disso, essas variáveis explicam 68%, 54% e 31,43%, da variação do valor do mercado das firmas que compõem as subamostras de maior, médio e menor tamanho, respectivamente. Ainda, todos os modelos são significativos ao nível de 1% (Teste F).

Em um segundo momento, foi inserida ao modelo a variável IQGC, cuja inclusão evidenciou que a qualidade da Governança Corporativa é significante ao nível de 1% e 10% para determinação do valor de mercado das empresas de médio e menor tamanho,

respectivamente. Em conjunto com as outras variáveis dos modelos, gera um R^2 ajustado de 0,5571 e 0,3252, para os modelos com maior, médio e menor tamanho, respectivamente.

Tabela 12 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995) para as subamostras de tamanho. 2010-2013.

Modelo	$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \varepsilon$			$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \varepsilon$		
	Maior	Médio	Menor	Maior	Médio	Menor
Constante	-0,014 (0,132)	0,007 (0,000)***	0,018 (0,140)	-0,006 (0,512)	0,000 (0,823)	0,029 (0,000)***
Patrimônio Líquido	1,860 (0,000)***	1,193 (0,000)***	-0,113 (0,890)	1,859 (0,000)***	1,235 (0,000)***	-0,071 (0,809)
Lucro Residual	0,202 (0,000)***	0,442 (0,000)***	0,078 (0,000)***	0,202 (0,000)***	0,471 (0,000)***	0,077 (0,000)***
IQGC	-	-	-	-0,064 (0,357)	0,115 (0,000)***	-0,767 (0,066)*
Corte transversal (empresas)	71	71	71	71	71	71
Série temporal (anos)	4	4	4	4	4	4
Observações	284	284	284	284	284	284
Estatística F	25,363 (0,000)***	167,146 (0,000)***	8,926 (0,000)***	25,010 (0,000)***	119,658 (0,000)***	8,950 (0,000)***
R^2	0,896	0,543	0,752	0,896	0,561	0,756
R^2 Ajustado	0,680	0,540	0,314	0,682	0,557	0,325
Critério de Akaike	-1392,625	-1654,501	-1481,833	-1391,772	-1664,240	-1484,384
Critério Hannan-Quinn	-1285,829	-1650,112	-1375,038	-1283,514	-1658,388	-1376,126
Critério de Schwarz	-1126,250	-1643,554	-1215,458	-1121,748	-1649,644	-1214,360
Durbin-Watson	1,720	1,775	1,422	1,701	1,828	1,398
Wald	0,000 (0,000)***	3792 (0,000)***	0,000 (0,000)***	0,000 (0,000)***	8043,6 (0,000)***	0,000 (0,000)***
Doornik-Hansen	807,036 (0,000)***	60,525 (0,000)***	743,182 (0,000)***	802,036 (0,000)***	82,230 (0,000)***	657,244 (0,000)***
Hausman	191,894 (0,000)***	9,584 (0,008)***	20,896 (0,000)***	195,436 (0,000)***	14,863 (0,001)***	26,153 (0,000)***
Chow	20,105 (0,000)***	1,045 (0,396)	4,558 (0,000)***	19,526 (0,000)***	0,920 (0,651)	4,156 (0,000)***

Notas: p_t é o Valor de Mercado da empresa no período t , L_t^a é o Lucro Residual no período t , $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa em t , α_1 e α_2 são os parâmetros dos modelos e ε é o termo de erro. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância. Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1%, ** a 5% e * a 10%.

As variáveis Valor, Patrimônio Líquido foram deflacionadas pelo IGP-M. O Valor de Mercado e o Patrimônio Líquido foram deflacionados pela quantidade de ações das empresas. O Patrimônio Líquido foi modificado pela subtração do Lucro Líquido. As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

O teste de Wald rejeitou a hipótese de que o parâmetro da regressão é igual a zero para o IQGC, apenas para o modelo que considera as empresas de médio tamanho, ao nível de

1%. O que leva a inferir que a qualidade da Governança Corporativa é *value relevant* apenas para as empresas pertencentes a esta amostra. Desse modo, os resultados encontrados na amostra total não persistem para todos os tamanhos de empresa, sugerindo que a o IQGC agrega conteúdo informacional apenas para as empresas de tamanho médio.

4.3.2 Influência da Liquidez

Para avaliar a persistência dos Lucros Residuais e do IQGC, bem como para a estimação dos modelos de avaliação de empresas das subamostras de liquidez, utilizou-se a metodologia de análise de dados em painel por POLS, conforme Tabelas 13 e 14. Para os modelos de persistência, a hipótese nula do teste de Hausman, de que os resíduos não são correlacionados com as variáveis explicativas não foi rejeitada, fazendo com que fosse necessário avaliar a utilização do teste Breusch-Pagan, que não rejeitou a hipótese de que a variância das diferenças individuais seja igual a zero. Para os modelos de avaliação de empresas, a hipótese nula do teste de Hausman foi rejeitada apenas nos modelos de maior tamanho, fazendo com que fosse necessária a utilização do teste Chow, que não rejeitou a hipótese de que os grupos têm um intercepto em comum.

A Tabela 13 evidencia que o Lucro Residual é persistente apenas nas subamostras de maior e média liquidez. Já o IQGC é persistentes nas 3 subamostras no período que compreende a amostra utilizada nessa seção. O Lucro Residual atual explica 49,80% e 53,70% das suas variações futuras, ao nível de 1% e 5 % para empresas de maior e médio volume, respectivamente, em um modelo onde está inserido o IQGC. Por sua vez, O IQGC atual explica 89,60%, 91,30% e 91,70% do IQGC futuro, para as empresas de maior, médio e menor liquidez, respectivamente, ao nível de significância de 1%.

Tabela 13 - Persistência dos Lucros Residuais e do IQGC para as subamostras de liquidez. 2010-2013.

Modelo	$L_{t+1}^a = \alpha_0 + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \tilde{\epsilon}_{1,t+1}$			$IQGC_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 IQGC_t + \tilde{\epsilon}_{1,t+1}$		
	Maior	Médio	Menor	Maior	Médio	Menor
Constante	0,000 (0,755)	-0,005 (0,289)	-0,001 (0,246)	0,032 (0,005)***	0,027 (0,017)**	0,028 (0,000)***
Lucro Residual	0,741 (0,000)***	2,095 (0,022)**	0,366 (0,227)	-	-	-
IQGC	0,000 (0,835)	0,004 (0,463)	0,003 (0,367)	0,962 (0,000)***	0,973 (0,000)***	0,943 (0,000)***
Corte transversal (empresas)	71	71	71	71	71	71
Série temporal (anos)	3	3	3	3	3	3
Observações	213	213	213	213	213	213

Estatística F	106,171 (0,000)***	124,423 (0,000)***	14,622 (0,000)***	1829,909 (0,000)***	2247,672 (0,000)***	2350,001 (0,000)***
R ²	0,502	0,542	0,122	0,896	0,914	0,917
R ² Ajustado	0,498	0,537	0,113	0,896	0,913	0,917
Critério de Akaike	-2112,134	-1055,460	-1462,313	-427,403	-557,527	-564,400
Critério Hannan- Quinn	-2108,058	-1051,385	-1458,237	-424,686	-554,811	-561,683
Critério de Schwarz	-2102,050	-1045,376	-1452,229	-420,681	-550,805	-557,677
Durbin-Watson	1,345	1,715	1,923	1,159	1,370	1,462
Wald	28192,8 (0,000)***	0,000 (0,000)***	0,000 (0,000)***	0,000 (0,000)***	42536,2 (0,000)***	85417,2 (0,000)***
Doornik-Hansen	62,179 (0,000)***	279,302 (0,000)***	4477,92 (0,000)***	100,729 (0,000)***	33,756 (0,000)***	54,424 (0,000)***
Hausman	3,399 (0,182)	0,387 (0,823)	0,031 (0,984)	0,821 (0,364)	0,411 (0,521)	2,220 (0,136)
Breusch- Pagan	0,047 (0,826)	0,020 (0,885)	0,687 (0,406)	1,908 (0,167)	0,899 (0,342)	0,001 (0,969)

Notas: L_{t+1}^r é o Lucro Residual no período futuro, α é o coeficiente das variáveis, $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa no período t e ε é o termo de erro da regressão no período $t+1$. $IQGC_{t+1}$ é o IQGC no período $t+1$. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância (entre parênteses). Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significativo a 1% e ** a 5%.

As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

Para analisar se a variável IQGC possui *value relevance* na avaliação de empresas, levando-se em consideração a liquidez das empresas, em um primeiro momento, foram estimados os modelos atribuindo-se 0 à variável outras informações. Os resultados apresentados na Tabela 14 revelam que o PL é significativo nos três modelos ao nível de 1%, já o Lucro Residual apresenta-se significativo apenas nos modelos que consideram média e menor liquidez, também ao nível de 1% e 10%, respectivamente. O que leva a inferir que, nesses casos, essas variáveis exercem influência na determinação do valor de mercado das companhias analisadas. Além disso, essas variáveis explicam 41,20%, 73,80% e 28,70%, da variação do valor do mercado das firmas que compõem as subamostras de maior, médio e menor tamanho, respectivamente. Ainda, todos os modelos são significativos ao nível de 1% (Teste F).

Em um segundo momento, foi inserida ao modelo a variável “outras informações”, representada neste estudo pelo IQGC. A inclusão do IQGC evidenciou que a qualidade da Governança Corporativa é significativa apenas para o modelo que considera as empresas de menor liquidez, ao nível de 5% e em conjunto com as outras variáveis dos modelos gera um R² ajustado de 29,80%.

Tabela 14 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995) para as subamostras de liquidez. 2010-2013.

Modelo	$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \varepsilon$			$p_t = PL_t + \alpha_1 L_t^a + \alpha_2 IQGC_t + \varepsilon$		
	Maior	Médio	Menor	Maior	Médio	Menor
Constante	0,016 (0,000)***	-0,002 (0,427)	0,010 (0,000)***	0,014 (0,000)***	-0,003 (0,094)*	0,006 (0,002)***
Patrimônio Líquido	0,818 (0,000)***	2,100 (0,000)***	0,209 (0,001)***	0,821 (0,000)***	2,096 (0,000)***	0,219 (0,000)***
Lucro Residual	0,000 (0,277)	0,020 (0,000)***	0,112 (0,094)*	0,000 (0,228)	0,020 (0,000)***	0,113 (0,000)***
IQGC	-	-	-	0,043 (0,534)	0,000 (0,192)	0,059 (0,021)**
Corte transversal (empresas)	71	71	71	71	71	71
Série temporal (anos)	4	4	4	4	4	4
Observações	284	284	284	284	284	284
Estatística F	100,148 (0,000)***	400,302 (0,000)***	58,081 (0,000)***	66,749 (0,000)***	268,109 (0,000)***	41,118 (0,000)***
R ²	0,416	0,740	0,292	0,416	0,741	0,305
R ² Ajustado	0,412	0,738	0,287	0,410	0,739	0,298
Critério de Akaike	-1336,360	-1287,781	-1509,518	-1334,752	-1287,509	-1512,926
Critério Hannan-Quinn	-1331,971	-1283,393	-1505,129	-1328,901	-1281,657	-1507,074
Critério de Schwarz	-1325,413	-1276,834	-1498,571	-1320,157	-1272,913	-1498,330
Durbin-Watson	1,670	1,326	1,397	1,672	1,331	1,403
Wald	13372,5 (0,000)***	71725,4 (0,000)***	11579,3 (0,000)***	12421,9 (0,000)***	103838 (0,000)***	23138,2 (0,000)***
Doornik-Hansen	342,605 (0,000)***	1257,3 (0,000)***	51,226 (0,000)***	344,959 (0,000)***	1240,64 (0,000)***	54,758 (0,000)***
Hausman	10,872 (0,004)***	0,142 (0,931)	0,716 (0,698)	10,754 (0,013)**	0,493 (0,920)	1,176 (0,758)
Breusch- Pagan	-	0,077 (0,781)	0,022 (0,881)	-	0,142 (0,706)	0,001 (0,969)
Chow	0,646 (0,982)	-	-	0,642 (0,983)	-	-

Notas: p_t é o Valor de Mercado da empresa no período t , L_t^a é o Lucro Residual no período t , $IQGC_t$ é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa em t , α_1 e α_2 são os parâmetros dos modelos e ε é o termo de erro. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância. Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1%, ** a 5% e * a 10%.

As variáveis Valor, Patrimônio Líquido foram deflacionadas pelo IGP-M. O Valor de Mercado e o Patrimônio Líquido foram deflacionados pela quantidade de ações das empresas. O Patrimônio Líquido foi modificado pela subtração do Lucro Líquido. As variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência.

O teste de Wald rejeitou a hipótese de que o parâmetro da regressão é igual a zero para o IQGC, ao nível de 5%, apenas para o modelo que considera as empresas de menor liquidez. O que leva a inferir que a qualidade da Governança Corporativa é *value relevante* apenas para as empresas pertencentes a esta amostra, de modo que os resultados encontrados na amostra total além de não persistirem para todos os tamanhos de empresas, também não

persistem para todos os níveis de liquidez. O IQGC agrega conteúdo informacional apenas para as empresas de menor liquidez.

5 CONCLUSÃO

Com base na Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), este estudo buscou analisar o reflexo da qualidade da Governança Corporativa sobre o processo de avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais, considerando o modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995). Para isso, conduziu-se o estudo através da aplicação do modelo de *valuation* com a inserção de uma *proxy* de qualidade de Governança Corporativa. O estudo foi realizado com 852 observações, durante os anos de 2010 a 2013, motivado pelo crescimento do mercado brasileiro de capitais e dos consequentes conflitos de agência originados da separação entre controle e propriedade, cuja Governança Corporativa tem um papel fundamental no alinhamento dos interesses dos diversos participantes de uma empresa.

Para se obter uma medida de qualidade de Governança Corporativa, desenvolveu-se um indicador que compreendeu um amplo conjunto de mecanismos destinados a minimizar os problemas de agência, de acordo com a literatura adjacente, o IQGC, constituído de 21 variáveis distribuídas em 7 diferentes dimensões de Governança Corporativa, quais foram: Composição do Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e de Controle, Incentivo aos Administradores, *Disclosure*, Proteção aos Investidores, Comitê de Auditoria e Assimetria de Informação. Dentre elas, aquela que obteve maior frequência nas empresas, considerando em conjunto as variáveis que a compõe foi *Disclosure*, adotada em média por 79,61% das companhias, e aquela que obteve menor frequência entre as empresas foi a dimensão Comitê de Auditoria, cujas atribuições foram adotadas por cerca de 23,62% das companhias, resultados que podem ser atribuídos à obrigatoriedade ou não de as empresas de capital aberto adotarem as respectivas práticas.

Observa-se como uma característica das empresas brasileiras que a maioria das práticas seja adotada apenas quando da obrigatoriedade de implantá-las, seja pelo fato de ser uma companhia de capital aberto, por estar listada em algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, seja pela emissão de ADR. De modo que aquelas dimensões cujos atributos não são obrigatórios, têm uma adoção menor por parte das empresas. Isso pode ser reflexo do principal problema de agência encontrado em países emergentes, como o Brasil, originado da relação conflituosa entre acionistas majoritários e minoritários, que se dá pela possibilidade da emissão de ações preferenciais, sem direito a voto. Acontece que os acionistas minoritários exercem pouca ou nenhuma influência sobre as decisões da empresa, cabendo aos acionistas majoritários, detentores do poder de voto, tomar

todas as decisões cabíveis às atividades da empresa, entre elas, a adoção ou não de determinada prática de Governança Corporativa.

No entanto, partindo do ponto de vista de que a Governança Corporativa existe para diminuir esse conflito, ofertando ao investidor maior segurança sobre seus investimentos, é de se esperar que aqueles detentores de poder de voto não se sintam motivados a se desfazer de sua posição privilegiada, adotando apenas àquelas medidas impostas decorrente da atuação da empresa, mercado onde estão inseridas e outros fatores.

A análise do comportamento do IQGC, calculado mediante Análise de Componentes Principais (ACP), revelou uma tendência de crescimento no nível de qualidade de Governança das empresas que compuseram a amostra. Esse crescimento ainda é lento, pelo menos no curto prazo, sinalizando que, em geral, ainda há uma pequena preocupação das empresas quanto à melhora da sua qualidade de Governança Corporativa no período observado, que pode ser justificada, ainda, pelo alto custo atrelado às práticas diferenciadas de governança.

Entretanto, a listagem nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA revela que as empresas têm buscado melhores práticas de governança, de acordo com as exigências do mercado. Sendo assim, no sentido de que para os tomadores de decisões medidas de alinhamento de interesses entre majoritários e minoritários não são interessantes, uma vez que estariam abrindo mão de sua posição privilegiada, essa preocupação das empresas pode estar mais associada a outros fatores, como o valor da companhia. Uma vasta literatura, apontada nesta pesquisa, revela que o mercado precifica a qualidade de Governança Corporativa, de modo que essa percepção por parte das empresas pode ser o grande mecanismo pelo qual elas são motivadas a sinalizar ao mercado a qualidade da sua governança.

Este estudo colabora para essa percepção, ao inserir o IQGC em um modelo de avaliação de empresas já consolidado pela literatura de finanças, o modelo RIV de Ohlson (1995), como forma de analisar se a qualidade de Governança Corporativa é *value relevant*, ou seja, se é capaz de influenciar o valor das empresas. Observou-se que o IQGC é relevante, possuindo conteúdo informacional ainda não revelado pela Contabilidade, uma vez que houve um aumento no poder explicativo do modelo ao inserir essa *proxy*, não rejeitando a hipótese de que o IQGC é *value relevant*. Desse modo, pode-se concluir que a percepção por parte dos investidores sobre a qualidade da Governança Corporativa adotada pelas empresas é positiva e, como forma de garantir o retorno sobre seus investimentos, estão dispostos a pagar um valor mais alto pelas ações dessas companhias.

Esses resultados contribuem para que as empresas, motivadas pelo consequente aumento de seu valor, adotem cada vez mais práticas que permitam sinalizar ao mercado a qualidade de sua governança. Com isso, este estudo contribui também para o mercado, ao sugerir para os investidores que pagar mais alto por ações de determinada empresa bem governada é sinal de maior transparência e segurança sobre os seus investimentos.

De modo adicional, foi analisado o impacto da qualidade de Governança Corporativa no valor mediante a influência de características intrínsecas da empresa. Observou-se que os resultados não persistem para todos os tamanhos de empresas e para todos os níveis de liquidez das empresas. O IQGC permaneceu *value relevant* apenas para as empresas de tamanho médio e para as empresas de menor liquidez, sugerindo que a qualidade de Governança Corporativa agrega maior conteúdo informacional à avaliação dessas companhias. Esse resultado, diferente do esperado, pode estar relacionado a características específicas do mercado brasileiro, onde empresas maiores e mais líquidas, geralmente não estão associadas a maior qualidade de Governança Corporativa, como é o caso da Petrobrás, Ambev e Vale. Ainda, podem estar atribuídos ao corte realizado para as empresas e *proxies* utilizadas para tamanho e liquidez que podem ter enviesado os resultados.

O presente estudo apresenta contribuições para a literatura através da construção de uma medida de qualidade de Governança Corporativa, que pode ser utilizada em futuras pesquisas, bem como seus resultados se somam às aplicações do modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995) no Brasil, contribuindo ao sugerir uma *proxy* para as “outras informações” que, de acordo com as especificações do modelo, podem influenciar a avaliação de empresas.

Por fim, destaca-se que esses resultados são restritos à amostra analisada, durante o período investigado, representando apenas um recorte da realidade. Dessa forma, não são descartadas as limitações existentes relacionadas à coleta dos dados, à *proxy* utilizada para mensurar a qualidade de Governança Corporativa e ao modelo de avaliação de empresas utilizado, que representam simplificações de uma realidade complexa, além dos fenômenos não capturados por esses instrumentos ou não observados pelo pesquisador. No entanto, essas limitações não invalidam seus resultados.

REFERÊNCIAS

- ABAD, D.; RUBIA, A. Modelos de estimación de la probabilidad de negociación informada: una comparación metodológica em el mercado Español. **Revista de Economía Financeira**, n.7, p.1-37, 2005.
- ADAMS, M. Determinants of audit committee formation in the life insurance industry: New Zealand evidence. **Journal of Business Research**, v.38, p.123, 1997.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v.20, n.51, p.6-27, 2009.
- ALDRIGHI, D. M; NETO, R. M. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v.25, n.2, p.115-137, 2005.
- ALFORD, A.; JONES, J.; LEFTWICH, R., ZMIJEWSKI, M. The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. **Journal of Accounting Research**, v.31, n.1, p.183-223, 1993.
- ALI, A., HWANG, L. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. **Journal of Accounting Research**, v.38, n.1, p.1-21, 2000.
- AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Corporate governance and firm value: international evidence. **Journal of Empirical Finance**, v.18, n.1, p.36-55, 2011.
- ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v.10, n.4, p.4-31, 2009.
- ARELLANO, M. **Panel Data Econometrics**. Oxford University Press, 2003.
- ASHBAUGH, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and the cost of equity capital. **SSRN Working Paper**, Dec. 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681>. Acesso em: 13. mar. 2014.
- AZIM, I.; HABIB, A. Corporate governance and the value-relevance of accounting information: evidence from Australia. **Accounting Research Journal**. v.21, n.2, p.167-194. 2008.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v.6, n.2, p.159-178, 1968.
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de Governança Corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, v.63, n.1, p.51-62, 2009.
- BEAVER, W. H. **Financial reporting: an accounting revolution**. 3rded. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The State of Corporate Governance Research. **The Review of Financial Studies**, v.23, n.3, 2010.

- BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHIMD, M.; ZIMMERMANN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation. **European Financial Management**, v.12, n.2, p. 249-283, 2006.
- BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v.22, n.2, 2006.
- BRADBURY, M. E. The incentives for voluntary audit committee formation. **Journal of Accounting and Public Policy**. [S.l.], v. 9, p. 19-36, 1990.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 4, p. 409-434, 2006.
- BRUGNI, T. V.; NETO, A. S., BORTOLON, P. M., OSCAR, A.; GÓES, S. Different Levels of Corporate Governance and the Ohlson Valuation Framework: The Case of Brazil. **Corporate Ownership & Control**, v.9, n.2, p.486-497, 2012.
- BOTOSAN, C. Disclosure level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, n.72, p.323-349, 1997.
- BURGSTAHLER, D. C.; DICHEV, I. D. Earnings, adaptation and equity value. **The Accounting Review**, Sarasota, v.72, n.2, p.187-215, 1997.
- BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J.; SMITH, A. J. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**. v.42, n.2, p.207-252, 2004.
- BUSHMAN, R.; SMITH, A. Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. **FRBNY Economic Policy Review**, v.9, p. 65-87, Abr. 2003.
- CAMPOS, G. M.; DINIZ, J. A.; MARTINS, G. A. Fronteiras da pesquisa sobre Governança Corporativa: uma análise epistemológica. **Reflexão Contábil**, v. 30, n. 2, 2011
- CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v.3, n.1, p.1-18, 2005.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v.57, p.2741-2771, 2002.
- CLARKE, J.; SHASTRI, K. On information asymmetry metrics. **SSRN Working Paper**, Nov. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251938>. Acesso em: 14 mar. 2014.
- COHEN, L.; MALLOY, C.; POMORSKI, L. Decoding inside information. **The Journal of Finance**, v.67, n.3, p.1009-1043, 2012.
- COLLIER, P. Factors affecting the formation of audit committees in major UK listed companies. **Accounting and Business Research**, v.23, n.1, p.421-430, 1993.
- COLLIER, P.; GREGORY, A. Audit committee activity and agency costs. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 18, n.4, p. 311-332, 1999.

- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v.22, n.55, p.45-63, 2011.
- CRUCES, J. J.; KAWAMURA, E. Insider trading and corporate governance in Latin America. In LOPEZ-DE-SILANES, F.; CHONG, A., orgs. **Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America**, p. 85-155, 2007.
- DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; SLOAN, R. G. An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, p. 1-34, 1999.
- DYE, R.A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v.32, n.1-3, p.181-235, 2001.
- DOIDGE, C.U.S. Cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual class firms. **Journal of Financial Economics**, v.72, n.3, p.519-553, 2004.
- DUARTE, E.; CARDOZO, M. A.; VICENTE, E. F. R. Governança: Uma Investigação da Produção Científica Brasileira no Período de 2000 a 2009. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 15, n. 1, 2012.
- EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O’HARA, M. Is information risk a determinant of asset returns? **Journal of Finance**, v.57, n.5, p.2185-2221, 2002.
- ECCLES, R. G.; SALTZMAN, D. Achieving Sustainability Through Integrated Reporting. **Stanford Social Innovation Review**, p. 56-61, 2011.
- EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, v.48, n.1, p.35-54, 1998.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v.88, n.2, p.288-307, 1988.
- FRANKEL, R.; LEE, C. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v.25, p.283-319, 1998.
- FINKELSTEIN S.; HAMBRICK, D. C. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. **Strategic Management Journal**, v.10, n.2, p.121-134, 1989.
- GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. **Revista de Administração**, v.43, n.2, p.186-201, 2008.
- GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, 118, 107-155, 2003.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HALL, B. J; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats? **Quarterly Journal of Economics**, v.103, n.3, p.653-691, 1998.

HAND, J. R. M.; LANDSMAN, W. R. The pricing of dividends in equity valuation. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 32, n. 3-4, p. 435-469, 2005.

HART, O. Corporate Governance: Some Theory and Implications. **The Economic Journal**, v.105, p.678-689, 1995.

HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Institutional investors and executive compensation. **Journal of Finance**, v.58, n.6, p.2351-2374, 2003.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**.v.31, n. 1-3, p.405-440, 2000.

HEIDLE, H. G.; HUANG, R. D. Information-based trading in dealer and auction markets: an analysis of exchange listings. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.37, n.3, p.391-424, 2002.

HELLAND, E.; SYKUTA, M. Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? **Financial Review**, v. 40, n. 2, p. 155-172, 2005.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 17 fev. 2014.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2013.

JARRELL, G. A.; BRICKLEY, J. A.; NETTER, J. M. The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. **The Journal of Economic Perspectives**, v.2, n.1, p.49-68, 1988.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v.48, n.3, p.831-880, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p.305-360, 1976.

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance pay and top-management incentives. **Journal of Political Economy**, v.98, n.2, p.225-264, 1990.

JONES, T. Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. **Academy of Management Review**, v.20, n.2, p.404-438, 1995.

JOOS, P.; LANG, M. The effects of accounting diversity: evidence from the European Union. **Journal of Accounting Research**, v.32, n.1, p.141-168, 1994.

KAISER, H. F. A second generation little jiffy. **Psychometrika**, v.35, n.4, p.401-415, 1974.

KAPLAN, S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States. **Journal of Political Economy**, v.102, n.3, p.510-546, 1994.

KATO, T; KIM, W; LEE, J. H. Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: evidence from new panel data. **Pacific-Basin Finance Journal**, v.15, n.1, p.36-55, 2007.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v.10, n.5, p.703-728, 2004.

KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v.33, p.375-400, 2002.

KOTHARI, S. P. Capital Markets Research in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v.31, p.105-231, 2001.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, vol. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v.54, n.2, p.471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, p. 3 – 27, 2000.

LAFOND, R.; WATTS, R. The information rule of conservative financial statements. **The Accounting Review**, v.83, n.2, p.447-478, 2008.

LEAL, R. P. C; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, n.1, p.7-18, 2002.

LEE, S. C.; LIN, C. T.; CHANG, P. T. An Ohlson valuation framework for valuing corporate governance: the case of Taiwan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v.19, p.420-434, 2011.

LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. **The Economic Journal**, p. 1418-1437, 1991.

LIPTON, M; LORSCH, J.A modest proposal for improved corporate governance.**Business Lawyer**, v.48, n.1, p.59-77, 1992.

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **SSRN Working Paper**, 2008. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 abr. 2014.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MURCIA, F. D. R. & MACHADO, M. R. Análise do Impacto da Substituição da DOAR Pela DFC: Um Estudo sob a Perspectiva do Value Relevance. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v.22, n.57, p.299-318, 2011.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade das Ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças- USP**, Edição Comemorativa, p.65-79, 2006.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. A Probabilidade de Negociação com Informação Privilegiada no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v.11, n.2, p.249-280, 2013.

MARTINS, V. G.; MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. Value Relevance das informações de Leasing Operacional: um estudo em empresas brasileiras. **Enfoque**, v.32, p.83-99, 2013.

MOREIRAS, L. M. F. **Os efeitos da Governança Corporativa sobre a informação assimétrica**. 2010. 152f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

MUELLER, G.; GERON, H., MEEK, G. **Accounting**: an international perspective. New York: Business One Irwin, 1994.

NAGAR, A. L; BASU, S. R. Weighting socio-economic indicators of human development: a latent variable approach. In: ULLAH et al. (org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: Marcel Dekker, 2002.

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v.11, n.2, p.661-687, 1995.

PALEPU, K. G.; HEALY, P. M. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v.31, p.405-440, 2001.

PANASIAN, C.; PREVOST, A. K.; BHABRA, H. S. Voluntary Listing Requirements and Corporate Performance: The Case of the Dey Report and Canadian Firms. **Financial Review**, v.43, n.1, p.129–158, 2008.

PENMAN, Stephen H.; SOUGIANNIS, Theodore. A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v.15, n.3, p.343-383, 1998.

PINCUS, K.; RUSBARSKY, M.; WONG, J. Voluntary formation of corporate audit committees among NASDAQ firms. **Journal of Accounting and Public Policy**, v.8, n.4, p. 239-265, 1989.

RAINSBURY, E. A.; BRADBURY, M. E.; CAHAN, S. F. Firm characteristics and audit committees complying with 'best practice' membership guidelines. **Accounting and Business Research**, v.38, n.5, p.393-408, 2008.

RIBEIRO, H. C. M.; JUNIOR, C. M.; SOUZA, M. T. S. D.; CAMPANÁRIO, M. D. A.; CORRÊA, R. Governança Corporativa: Um Estudo Bibliométrico da Produção Científica das Dissertações e Teses Brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 15, n. 3, 2012.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; DO NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGE Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 327-340, 2012.

SANTOS, L. P. G.; LIMA, G. A. S. F.; FREITAS, S. C. & LIMA, I. S. Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.22, n.56, p.174-188, 2011.

SARLO NETO, A.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOSS, L.; LOPES, A. B. O diferencial no impacto dos resultados Contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, n.37, p.46-58, 2005.

SHLEIFER, A; VISHNY. R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v.94, n.3, p.461-488, 1986.

SHLEIFER, A; VISHNY. R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.22, n.2, p.737-783, 1997.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. Corporate governance quality and firm value in Brazil. **SSRN Working Paper**, June. 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923310>. Acesso em: 14 fev. 2014.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A.; 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.

VIEIRA, J.; MARTINS, E.; FÁVERO, L. P. L. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v.20, n.50, p. 6-24, 2009.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em Contexto**, v.2, n.3, p.48-67, 2006.

WANG, F.; XU, Y. What Determines Chinese Stock Returns? **Financial Analysts Journal**, v.60, n.6, p.65-77, 2004.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**, v.20, n.1, p.431-460, 1988.

WU, P. C.; WANG, C. J. The effect of systematic risk on equity valuation: an extended application of the Ohlson equity valuation model. **Journal of Humanities and Social Sciences**, v.4, n.1, p.69-81, 2008.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. Atlas, 2006.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v.40, n.3, p.185-213, 1996.