

## Durnev e Kim Visitam o Brasil: Um Estudo Estrutural de Determinantes de Governança Corporativa

**Autoria:** Alexandre de Souza Baptista de Leão, Roberto Marcos da Silva Montezano, Valdir de Jesus Lameira, Marcio Alves Amaral Baptista

### RESUMO

O presente artigo apresenta resultados de pesquisa que estudou os possíveis determinantes da adoção de boas práticas de governança corporativa por parte de empresas submetidas a um ambiente legal no qual tais práticas não são obrigatórias em conformidade a Durnev e Kim (2005). Tomando como contexto empírico empresas brasileiras listadas na BOVESPA, testamos se as hipóteses formuladas por Durnev e Kim se observam no período entre 2003 e 2008. A escolha desse período teve como objetivo considerar uma fase recente que apresentou índices de crescimento superiores à média histórica, e também um período de grande otimismo e crescimento mundial, acompanhado de um excesso de liquidez internacional. A respeito da adoção de boas práticas de governança, Durnev e Kim destacaram que três fatores eram determinantes na qualidade das práticas de governança observadas, especialmente em ambientes com problemas de aplicação das leis: as oportunidades de crescimento das empresas, sua necessidade de financiamento externo e a concentração de propriedade. No presente estudo, em linha com Durnev e Kim, esses fatores foram operacionalizados como variáveis independentes que poderiam estar relacionadas à qualidade da governança praticada pelas empresas listadas na BOVESPA. Para mensuração do nível de governança corporativa das empresas, variável dependente do estudo, foi utilizado um índice composto por um conjunto de perguntas representativas das principais dimensões de boa governança: propriedade e controle; divulgação das informações; auditoria, existência de conselho fiscal; composição, atuação e remuneração do conselho de administração; e relacionamento com investidores. Quanto ao método de análise de dados, estudos anteriores em governança corporativa ressaltam que a possível existência de endogeneidade ou de causalidade reversa entre variáveis dessa natureza pode limitar sua robustez. De modo a contornar essa possível limitação, empregou-se o método multivariado de equações estruturais. Os resultados empíricos indicaram com significância estatística que o nível de governança das empresas está positivamente associado às oportunidades de crescimento e à necessidade de financiamento externo, e está negativamente associado à estrutura de propriedade. Sendo assim, confirmaram-se plenamente os pressupostos de Durnev e Kim para o mercado de capitais brasileiro no período de 2003 a 2008. Conclui-se o artigo com indicações de linhas de pesquisa futura no estudo de possíveis determinantes de boa governança corporativa.

## 1 – INTRODUÇÃO

Em um ambiente econômico e financeiro permeado de crises, torna-se ainda mais relevante investigar a importância da governança corporativa para empresas que necessitem captar recursos externos de financiamento e que sejam boas opções de investimento. A respeito da adoção de boas práticas de governança, Durnev e Kim (2005) destacaram que três fatores eram determinantes na qualidade das práticas de governança observadas, especialmente em ambientes com problemas de aplicação das leis. Assim, as oportunidades de crescimento das empresas, sua necessidade de financiamento externo e a concentração de propriedade estariam relacionadas à qualidade da governança praticada pelas empresas nesses ambientes.

A exigência ou livre adoção de práticas de governança varia entre os países. Nos Estados Unidos, os órgãos reguladores impõem obrigações estritas para a adoção de um nível elevado de governança nas empresas. Na Inglaterra e na Alemanha, o modelo é do tipo pratique ou explique – *comply or explain*, no qual as empresas têm o dever de divulgar as práticas adotadas e as não adotadas explicando a razão de suas decisões. No Brasil, a adoção das práticas de governança é voluntária e a legislação existente se restringe à divulgação das informações financeiras e societárias e à delimitação das obrigações dos administradores.

Em meio a esse contexto, procurou-se testar neste artigo se as hipóteses levantadas por Durnev e Kim (2005) se aplicariam ao contexto econômico e financeiro vivenciado pelas companhias abertas do Brasil no período entre 2003 e 2008. Ao longo desses anos, observou-se no Brasil uma fase de expansão econômica, com diversas ofertas públicas iniciais de ações, um aumento da internacionalização das empresas e o fortalecimento do mercado interno. Com este estudo, pretende-se contribuir para aprofundar a investigação de evidências empíricas que relacionem o nível de governança das empresas com as supostas variáveis determinantes.

Além desta introdução, o artigo contém mais quatro seções. A segunda seção buscará definir governança corporativa e revisitar as principais teorias sobre as quais o tema tem se desenvolvido ao longo dos anos. Na terceira seção apresenta-se a metodologia, definem-se as variáveis, as hipóteses utilizadas na pesquisa, o modelo e a amostra empregada. Na quarta seção serão demonstrados os resultados da pesquisa. A quinta seção conclui o artigo, apresentando possíveis linhas de pesquisa futura.

## 2 – REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 – Governança corporativa no mundo e no Brasil

Um movimento mais incisivo pela adoção de práticas de GC surgiu em 1984 nos EUA, quando conselheiros e diretores da Texaco decidiram recomprar parte das ações da empresa com expressivo ágio no intuito de evitar que um acionista minoritário adquirisse maior participação. Por conta disso, um dos acionistas e um dos maiores fundos de pensão norte-americanos, a Calpers – fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia – decidiu que não seriam mais aceitos comportamentos similares a esse por empresas investidas. Com o passar do tempo e a adesão de outros fundos a essa medida, os investidores institucionais passaram a trabalhar por um aprimoramento das políticas de proteção aos acionistas minoritários conforme Clarkson (2001).

Apesar deste movimento somente ter se iniciado por volta dos anos oitenta, já em meados do século XX vários teóricos discutiam os custos incorridos pelas empresas de capital aberto, especialmente os relativos aos conflitos latentes entre gestores e acionistas. Berle e Means (1932) iniciaram discussão, ainda que embrionária, do que viria a se tornar a teoria da agência. Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a teoria de agência a partir da premissa de que, com a separação entre propriedade e administração, segundo o princípio do interesse financeiro próprio, o gestor tenderia a maximizar sua utilidade, o que não necessariamente

convergiria para a maximização da utilidade do acionista.

Em consonância com Turnbull (1997), a governança se alinhou à noção de supremacia do acionista. Essa noção predominou nos EUA, pois se adequava à estrutura de propriedade predominante naquele país. Tal estrutura se caracterizava por ser pulverizada e decorrente de uma legislação que, até 1999, proibia a participação direta de bancos e seguradoras no capital das empresas. Dessa forma, deixou-se aberto um espaço que foi ocupado pelos fundos de pensão. Por ser a classe de investidores que aporta o maior volume de recursos, sua participação nos mercados financeiros e na definição de políticas de governança nas empresas tornou-se relevante.

No entanto, conforme Lethbridge (1997), a pulverização da propriedade no mercado norte-americano elevou a quantidade de empresas nas carteiras dos fundos de pensão e contribuiu para o aumento dos custos de monitoração. Para minimizar esses custos, os fundos passaram a adotar uma postura de administradores de recursos indexados a um determinado índice de mercado. Isto levou à uma busca por resultados financeiros de curto prazo e a investimentos na média dos mercados, em detrimento do investimento em empresas com melhor desempenho ou melhores práticas de governança. O contexto dos anos 80 no mercado de capitais americano foi marcado pela busca de resultados financeiros imediatos por parte das empresas, o que levou à sua perda de competitividade diante de concorrentes japoneses e alemães e aos escândalos corporativos do início do século XXI, cujo caso emblemático foi o da empresa Enron. Para Jensen (2005), a administração era impelida a alcançar metas não somente internas, mas também aquelas esperadas pelo mercado, mesmo que essas ações levassem à destruição do valor de longo prazo da empresa.

Apesar dessas conseqüências indesejadas, o modelo norte-americano de governança foi adotado por diversos países. Segundo Lethbridge (1997), isto se deveu à internacionalização dos investimentos dos investidores institucionais norte-americanos. Para atrair esses investimentos, tornou-se fundamental a adoção de práticas de governança semelhantes às adotadas nos EUA. No entanto, além das limitações do modelo, havia diferenças de estrutura de propriedade. Enquanto o mercado americano se caracteriza por propriedade pulverizada, os demais países (à exceção da Inglaterra) apresentam alta concentração de propriedade.

No Brasil, Carvalhal (2006) aponta que a governança passou a ganhar força após algumas mudanças na estrutura socioeconômica ocorrida nos anos 90. Dentre essas mudanças, destacam-se a abertura da economia brasileira ao exterior, o aumento dos investimentos externos no país, o crescente acesso das companhias brasileiras ao mercado externo, o processo de privatização e o Plano Real com o controle da inflação.

A estrutura de propriedade brasileira pode ser considerada como próxima ao modelo nipo-germânico, onde a propriedade concentra-se nas mãos de poucos acionistas. Até a década de 80, a economia brasileira tinha expressiva presença do Estado via financiamento e/ou participação direta em empresas. Para estimular o mercado de capitais, o governo se valia de incentivos fiscais, tanto para as empresas que estavam abrindo capital como para investidores. Isto resultou em um dos principais problemas de governança existentes ainda hoje no país: o considerável número de ações preferenciais (sem direito a voto) por empresas que não tinham qualquer intuito de abrir seu capital. Elas somente o fizeram para usufruir de benefícios fiscais oferecidos pelo governo, como destaca Silveira *et al.* (2009).

Uma vez que o principal objetivo do processo de privatização ocorrido no país era maximizar as receitas auferidas pelo governo, grandes parcelas da propriedade de empresas estatais foram transferidas para agentes privados. Dessa forma, como também destacou Silveira (2008), houve uma manutenção da estrutura de propriedade concentrada no país. Além disso, para que o processo de privatização pudesse ser concluído com sucesso e viesse a atrair também investidores estrangeiros, seria necessário encontrar acionistas que, ao mesmo

tempo em que pudessem ser influenciados pelo governo, tivessem capacidade e recursos financeiros para adquirir lotes significativos das novas empresas privadas: os fundos de pensão das empresas estatais. Como destaca Carvalhal (2006), os maiores fundos do país, como do Banco do Brasil (Previ), da Petrobrás (Petros) e da Companhia Vale do Rio Doce (Valia) são hoje grandes acionistas de companhias abertas ex-estatais.

Simultaneamente à relativa redução da participação direta do Estado na economia, a abertura do mercado e a estabilidade econômica levaram a um aumento da competitividade, o que por sua vez levou as empresas brasileiras a uma maior necessidade de financiamento externo. Essa necessidade, somada ao acesso aos mercados financeiros internacionais, foram estímulos para a adoção de boas práticas de governança, com o intuito de reduzir o custo de captação das empresas.

Além disso, a adoção de melhores práticas de GC no Brasil vem sendo regulamentada e estimulada através de alguns mecanismos, sendo os principais: a) a nova Lei das S.A. que visou desenvolver o mercado de capitais brasileiro, bem como aumentar a proteção ao acionista minoritário por meio de medidas como a redução na proporção das ações preferenciais relativamente ao capital total, a volta do *tag-along* e o aumento da autonomia da CVM; b) a criação do Novo Mercado na Bolsa de Valores de São Paulo no ano 2000, cujos três níveis (1, 2 e Novo Mercado) determinam o grau de adoção de melhores práticas de governança, além daquelas exigidas pela legislação; c) a Resolução 3792/2009, criada pelo Ministério da Previdência Social, que determina que até 70% dos recursos totais de uma Entidade de Previdência Complementar Fechada podem ser investidos em ações que compõem o Novo Mercado da Bovespa; d) o lançamento do primeiro Código de Boas Práticas de Governança pelo IBGC em 1999; e e) as recomendações de boas práticas de governança emitidas pela CVM em 2002.

## 2.2 – Os determinantes da governança

Shleifer e Vishny (1997), focados no problema de agência, destacam o ambiente legal e a concentração de propriedade como fatores fundamentais na determinação da estrutura de governança vigente em um país. Os autores identificaram que os diferentes níveis de governança adotados pelos países decorrem do grau de proteção dado ao investidor, do alcance das obrigações legais dos gestores para com o investidor e do nível de comprometimento das cortes legais para com os sistemas de proteção. Os países cuja legislação é mandatória no sentido da adoção de boas práticas de governança tendem a apresentar um nível geral de governança maior do que aqueles países cujo ambiente legal é mais frágil neste aspecto.

Este determinante do nível geral de governança não é considerado na presente pesquisa, uma vez que a análise se dará entre empresas submetidas a um mesmo ambiente legal. A fragilidade do ambiente legal é um pressuposto sobre o qual a análise irá se desenvolver.

Klapper e Love (2004), avaliando as diferenças dos níveis de governança praticados pelas empresas, sua relação com o ambiente legal e a correlação entre governança e desempenho, estudaram 495 firmas de 25 mercados emergentes. Eles concluíram que: a) empresas em um ambiente de baixa proteção legal ao investidor têm menores níveis de governança; b) o nível de governança de uma empresa é correlacionado com variáveis relativas à assimetria de informação e às imperfeições dos contratos, representadas pelo tamanho da empresa, pela tangibilidade dos ativos e pelas oportunidades de crescimento; c) empresas que listam ações na bolsa do EUA têm melhores índices de governança; d) os melhores níveis de governança são positivamente correlacionados com valor de mercado e desempenho; e e) a relação entre governança e desempenho é mais forte em ambientes legais frágeis.

Silveira *et al.* (2004), a partir de dados de empresas brasileiras cujas ações apresentaram maior liquidez no ano de 2002, estudaram a relação de variáveis como estrutura de propriedade, desempenho, tamanho da empresa, natureza da operação e oportunidades de crescimento, dentre outras, com a qualidade da governança praticada por tais empresas. Para isso, elaborou um índice próprio de mensuração da qualidade da governança e constatou que a separação entre o direito de voto e o direito sobre fluxo de caixa é prejudicial para a governança de uma empresa; que empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança; e que empresas maiores e com ADR's emitidos apresentariam melhor nível de governança.

Analisando os principais determinantes da qualidade da governança em empresas sob um mesmo ambiente legal, Durnev e Kim (2005) realizaram testes com base em três hipóteses: 1) boas oportunidades de investimento, necessidade de financiamento externo e concentração de propriedade seriam os três principais elementos determinantes para as empresas adotarem melhores práticas de governança; 2) empresas com melhores práticas de governança têm maior valor; e 3) o efeito das boas oportunidades de investimento, necessidade de financiamento externo e concentração de propriedade sobre o nível de governança é maior em ambientes legais frágeis. Os autores, ao pesquisar um conjunto de 859 firmas de 27 países no ano 2000, encontraram evidências estatísticas de que oportunidades de crescimento, necessidade de financiamento externo e estrutura de propriedade têm relação direta com a qualidade da governança adotada por uma empresa, não encontrando resultados estatisticamente significativos para as duas outras hipóteses.

Um dos objetivos de Silveira *et al.* (2009) também foi o de investigar a evolução e os potenciais determinantes da qualidade da governança em empresas sujeitas ao mesmo ambiente institucional. Desta forma, partiram do caso brasileiro nos anos de 1998, 2000, 2002 e 2004, com o intuito de verificar se variáveis relativas às oportunidades futuras de crescimento, tangibilidade dos ativos, tamanho da firma, emissão de ADR, adesão a níveis diferenciados de governança da Bovespa, estrutura de propriedade, valor da firma, lucratividade, idade da firma, endividamento, identidade do acionista controlador e ano da abertura de capital, estavam relacionadas à qualidade da governança praticada pelas empresas. Silveira *et al.* (2009) assumiram uma relação direta entre as expectativas futuras de crescimento e as necessidades de financiamento externo da empresa. Apesar de reconhecer essa possibilidade, tais variáveis são tratadas em separado no presente trabalho. Além disso, utilizaram o índice de mensuração da governança elaborado por Leal e Silva (2005).

### 3 – METODOLOGIA

Nesta seção encontram-se definidas as variáveis e as hipóteses utilizadas na pesquisa. Em seguida, é definido o modelo e a amostra de dados utilizada. Por fim, identificam-se as principais limitações do método empregado.

#### 3.1 - Variável dependente

Alguns autores, com o objetivo de mensurar a qualidade da GC praticada pelas empresas, desenvolveram índices compostos por conjuntos de perguntas que viessem a refletir as boas práticas de governança. Leal e Da Silva (2005), a partir dos Códigos de Boas Práticas do IBGC, CVM e OECD, desenvolveram um conjunto de 24 perguntas objetivas que pudessem ser respondidas por meio de pesquisa a fontes secundárias de dados, de modo que fosse possível avaliar a qualidade da GC praticada nos anos de 1998, 2000 e 2002 pelas empresas brasileiras. O referido índice era composto por quatro dimensões principais: acesso à informação, composição e funcionamento do conselho de administração, conflito de interesses e direitos dos acionistas.

Silveira *et al.* (2004) também mensuraram a qualidade da governança praticada pelas

empresas brasileiras no ano de 2002. Usaram como base as recomendações do IBGC e da CVM, produzindo um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas. A pesquisa foi elaborada de modo a considerar quatro esferas principais: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. Em ambos índices anteriores, cada resposta positiva representaria um ponto, e o índice seria composto pela soma da pontuação.

Para operacionalizar a medição da qualidade da governança neste trabalho, empregou-se o índice de governança de Lameira (2007). O índice foi elaborado a partir do índice usado pelo IBGC para premiar as melhores empresas brasileiras em termos de governança no ano de 2005, sendo composto a partir da opinião dos maiores especialistas na área. Dessa forma, assume-se que tal indicador contempla as principais características da governança no Brasil. Ele leva em consideração as principais dimensões de uma boa estrutura de governança: propriedade e controle; divulgação das informações; auditoria e conselho fiscal; conselho de administração e política de remuneração; e relacionamento com investidores. O índice de governança de Lameira (2007) é resultado de um conjunto de 20 respostas a perguntas objetivas e binárias respondidas por meio de consulta a dados secundários e públicos, disponíveis nos sites da Bovespa, da CVM ou das próprias companhias. A cada resposta positiva a empresa ganha um ponto e, ao final, soma-se sua pontuação total. Essa soma determina o índice de governança da empresa.

### 3.2 – Variáveis independentes

São três as variáveis independentes utilizadas nesta pesquisa. Quanto às expectativas de crescimento (EC), Klapper e Love (2004) identificaram as oportunidades de crescimento das firmas como sendo uma das razões da adoção de boas práticas de governança. Empresas com boas expectativas de crescimento precisariam de recursos para fazer investimentos. Tais recursos seriam provenientes dos mercados de capitais. Para reduzir seu custo de capital, as firmas tenderiam a adotar melhores práticas de governança e maior proteção aos investidores minoritários, principais fontes de recursos externos. Como *proxy* desta variável, os autores utilizaram a média de crescimento real de vendas nos últimos três anos. A mensuração desta variável neste estudo se dará pela variação percentual acumulada das receitas líquidas de cada empresa ao longo dos três últimos anos, conforme Silveira *et al.* (2009).

A respeito da necessidade de financiamento externo (NFE), segundo Durnev e Kim (2005) e Klapper e Love (2004), firmas com maior necessidade de financiamento externo tenderiam a adotar boas práticas de GC com o intuito de reduzir seus custos de captação. Especialmente em ambientes legais de baixa proteção ao investidor, as empresas tenderiam a adotar melhores práticas de governança para sinalizar aos investidores maiores garantias sobre seus direitos.

É possível supor que, conforme Durnev e Kim (2005) e Klapper e Love (2004), empresas com maiores oportunidades de investimento e crescimento podem ter mais necessidade de financiamento externo. No entanto, com o intuito de isolar a variável “necessidade de financiamento externo” da variável “expectativas de crescimento”, também seria possível supor que, a exemplo de Demirguç-Kunt e Maksimovic (1998), empresas com boas oportunidades de investimentos seriam mais capazes de gerar maior volume de recursos internamente, precisando recorrer menos ao financiamento externo. Esses autores definem a necessidade de financiamento externo (NFE), como:

$$NFE = g \times A - (1 + g) \times L \times b \quad \text{equação (1);}$$

onde *g* representa taxa de crescimento da companhia, *A* são os ativos totais, *L* é o lucro líquido e *b* é a proporção dos lucros retidos para fins de reinvestimentos.

O primeiro termo da equação (1) representa a necessidade de investimento para uma empresa crescendo a uma taxa percentual  $g$ . Conforme Durnev e Kim (2005), esse termo será representado pela taxa média de variação dos ativos totais nos últimos três anos (TCA). Já o segundo termo da equação (1) representa a capacidade de geração interna de recursos para investimentos, dado um nível de pagamento de dividendos. Conforme Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998), assume-se que a firma não realiza pagamento de dividendos. Isto significa dizer que todos os recursos gerados são integralmente destinados ao reinvestimento na própria empresa ( $b=1$ ).

Para determinar a taxa máxima de crescimento sustentável da empresa (TMCS), isto é, a taxa máxima de crescimento que esta conseguiria obter sem precisar se financiar externamente ( $NFE = 0$ ), somente utilizando a geração interna de recursos, chega-se à seguinte equação (2).

$$TMCS = L / (A - L) \quad \text{equação (2)}$$

Desta forma, como em Durnev e Kim (2005), o presente trabalho define a necessidade de financiamento externo de uma companhia como a diferença entre a taxa média de crescimento do ativo total nos últimos três anos (TCA) menos a média da taxa máxima de crescimento sustentável também nos últimos três anos (TMCS). Isto significa dizer que toda a variação verificada no ativo que não tenha sido financiada por recursos internos máximos, admitindo-se para isto que não houve pagamento de dividendos, teve sua origem em recursos externos, como mostra a equação (3).

$$NFE = TCA - TMCS \quad \text{equação (3)}$$

No tocante à estrutura de propriedade (EP), destaca-se que um determinante identificado por Shleifer e Vishny (1997) do nível de governança adotado pelas empresas seria o nível de concentração de propriedade. Os autores estão focados nos problemas clássicos de agência; isto é, entre acionista e gestor, questão predominante em países como EUA e Inglaterra. Dessa forma, a concentração de ações nas mãos de um proprietário, ou de um grupo de proprietários, aumentaria a capacidade de controle destes sobre os atos dos gestores.

No entanto, o principal problema verificado no Brasil está centrado na relação entre acionista majoritário e acionista minoritário. Portanto, Silveira *et. al* (2007), com o objetivo de analisar a adoção voluntária de melhores práticas de governança pelas empresas brasileiras no período de 1998 a 2004 e investigar os potenciais determinantes da qualidade da governança adotada no Brasil, concluíram que as medidas de concentração de direito de voto e de caixa estão inversamente relacionadas com o nível de governança das empresas brasileiras. Esta conclusão é plausível e está em linha com Anand *et al.* (2006), que argumentam que os grandes acionistas estariam menos dispostos a adotar boas práticas de governança com o intuito de afastar os minoritários do controle da empresa e manter a direção desta sob seus poderes.

Conforme Silveira *et al.* (2009), serão usadas as seguintes medidas para a mensuração da variável concentração de capital:

- PROR1: percentual de ações ordinárias detidas pelo maior acionista;
- PROR3: percentual de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas;
- PRTO1: percentual total de ações, ordinárias e preferenciais, detidas pelo maior acionista; e
- PRTO3: percentual total de ações, ordinárias e preferenciais, detidas pelos três maiores acionistas.

### 3.3 – Variáveis de controle

As variáveis de controle foram inseridas no trabalho com o intuito de obter resultados que possam dimensionar corretamente a relação entre a variável dependente e as independentes. Para tal, foram selecionadas aquelas que apresentam possível influência sobre as variáveis dependentes do modelo.

A primeira variável utilizada como controle foi a existência de programa de ADR (ADR) por parte da companhia. Conforme Klapper e Love (2004), Silveira *et al.* (2004), Silveira *et al.* (2009) e Lameira (2007), empresas que possuem programas de ADR têm que se enquadrar em padrões mais rígidos de governança, tendendo a apresentar um índice maior do que as demais. É uma variável binária com valor igual a “1” caso a empresa possua programa de ADR, e igual a “0” em caso contrário.

A segunda variável inserida foi a inclusão da empresa no Nível 2 ou no Novo Mercado da Bovespa (N2NM). A variável assume valor “1” quando a ação era negociada nos maiores níveis de governança da Bovespa e “0” em caso contrário.

A terceira variável de controle empregada foi a tangibilidade dos ativos (TANG). Assume-se que quanto maior for a intangibilidade dos ativos, maiores os riscos de desvios de recursos, dada a dificuldade de monitorar investimentos em tais tipos de ativos. De modo a compensar tal fato, as empresas tenderiam a adotar melhores práticas de governança como evidenciaram Klapper e Love (2004). A variável TANG foi mensurada por meio da divisão do ativo imobilizado bruto pela receita operacional líquida da empresa.

A quarta variável de controle usada foi a existência de investidor institucional (INST) na companhia. Como pode ser verificado em Shleifer e Vishny (1997) e Lethbridge (1997), é esperado que a presença de investidores institucionais como detentores de significativas parcelas de propriedade de empresas aumente a possibilidade de adoção de boas práticas de governança. Esse tipo de investidor, por possuir grande quantidade de recursos investidos no mercado de capitais e por possuir objetivos de longo prazo, buscaria maximizar o retorno dos seus investimentos por meio da adoção de uma boa governança nas empresas investidas. Esta variável de controle assume o valor “1” para as companhias que possuem investidores institucionais com mais de 5% de participação na sua composição acionária, e “0” para aquelas que não possuem.

A quinta variável de controle inserida na pesquisa foi a estratégia de saída (EXIT). Entende-se que uma dimensão relevante para a adoção de práticas de governança pelas empresas brasileiras seria o aumento da liquidez dos seus papéis com o intuito de facilitar a venda de tais ativos por parte de alguns investidores. Neste sentido, a estratégia de saída seria a razão pela qual os acionistas majoritários poderiam abrir mão do controle sobre a firma, conforme Zeidan (2009). É possível esperar, portanto, que empresas cujos papéis possuam liquidez baixa adotem práticas de governança com o intuito de elevar a liquidez de suas ações e facilitar a saída de seus investidores. A variável foi medida pelo índice de liquidez das ações ordinárias (ON) de cada empresa, obtido no banco de dados da Economática.

Como sexta variável de controle foi utilizado o tempo de existência da firma (AGE). Conforme Silveira *et al.* (2009), espera-se também que a idade da firma tenha direta influência sobre a qualidade da governança praticada. Neste sentido, empresas mais novas seriam incentivadas a adotar melhores práticas de governança, uma vez que o benefício marginal apurado por elas tenderia a ser maior do que aquele apurado por empresas mais antigas e já bem estabelecidas ao adotarem tais práticas. A variável foi mensurada pelo número de anos desde a fundação da empresa.

### 3.4 – Hipóteses

Considerando que todas as empresas avaliadas estão submetidas a um mesmo

ambiente legal, as hipóteses a serem testadas são as seguintes:

- i. Quanto maiores as expectativas de crescimento, melhor será a governança praticada pela empresa;
- ii. Quanto maior a necessidade de financiamento externo da empresa, melhores serão suas práticas de governança;
- iii. Quanto maior a concentração do capital da empresa nas mãos de um indivíduo ou grupo, menor será o seu nível de governança.

### 3.5 – Modelo empregado

De modo a investigar a suposta existência em empresas brasileiras de uma relação significativa entre a variável dependente e as variáveis relativas às expectativas de crescimento, às necessidades de financiamento externo e à estrutura de propriedade da empresa, conforme proposto por Durnev e Kim (2005), foi empregado o método de equações estruturais e utilizado o software AMOS 5.0. Foram definidos os seguintes modelos:

<u>Modelo 1:</u>	<u>Modelo 2:</u>	<u>Modelo 3:</u>	<u>Modelo 4:</u>
IGOV = f (EC, Vi)	IGOV = f (NFE, Vi)	IGOV = f (EP, Vi)	IGOV = f (EC, NFE, EP)
EC = f (IGOV)	NFE = f (IGOV)	EP = f (IGOV)	EC = f (IGOV)
			NFE = f (IGOV)
			EP = f (IGOV)

onde EP representa as variáveis de concentração da propriedade mensuradas como PRTO1, PRTO3, PROR1 e PROR3; Vi representa o conjunto de variáveis de controle mensuradas como ADR, N2NM, TANG, INST, EXIT e AGE.

Note-se que estão sendo incluídas na análise dos principais determinantes da qualidade da GC da empresa variáveis semelhantes àquelas identificadas por Durnev e Kim (2005). Os sinais esperados para cada um dos coeficientes também seguem a mesma base teórica, com exceção da variável EP. Em relação a esta variável, é esperada uma relação inversa entre estrutura de propriedade e qualidade da GC, dadas as características do mercado brasileiro. A Tabela 1 resume as variáveis, medidas e efeitos esperados.

Tabela 1: Resumo das variáveis independentes do modelo e os efeitos esperados sobre as variáveis dependentes

Variável independente	Medida da variável independente	Efeito esperado sobre as variáveis dependentes
EC	Variação percentual acumulada das receitas líquidas de cada empresa ao longo dos três últimos anos	Positivo
NFE	TCA - TMCS	Positivo
EP	Percentual de ações ordinárias ou totais detidas pelo maior ou pelos três maiores acionistas.	Negativo
ADR	Emissão de ADR	Positivo
N2NM	Participação no nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa	Positivo
TANG	Tangibilidade dos ativos mensurados pela razão entre o ativo imobilizado bruto e a receita operacional líquida	Negativo
INST	Participação de investidores institucionais como principais acionistas	Positivo
EXIT	Liquidez das ações ordinárias	Negativo
AGE	Anos desde a fundação	Negativo

### 3.5 – Amostra e fontes de dados

A amostra não-probabilística de empresas será composta pelas companhias abertas listadas na Bovespa entre os anos de 2003 e 2008 com índice de liquidez acima de 0,01%, em todos os anos após a sua listagem, no mês de abril de todos os anos selecionados, conforme o banco de dados da Economática. Definiu-se o mês de abril por se tratar do mês imediatamente posterior ao da divulgação das demonstrações financeiras pelas empresas, e por ser o mês de aprovação de tais demonstrações por parte da assembleia de acionistas. Desta forma, conforme Lameira (2007), espera-se que neste mês haja maior volume de negócios em bolsa assim como maior volatilidade nos preços dos ativos. A escolha desse período teve como objetivo considerar uma fase recente que apresentou índices de crescimento superiores à média histórica, e também um período de grande otimismo e crescimento mundial, acompanhado de um excesso de liquidez internacional. Esse período também engloba uma fase de recessão profunda verificada especialmente nos países desenvolvidos ao longo do segundo semestre de 2008, o que se espera que impacte as expectativas futuras de crescimento e a disponibilidade de capitais no mercado internacional.

Foram excluídas da amostra empresas com informações indisponíveis. Além disso, não serão consideradas instituições financeiras, uma vez que essas empresas tendem a apresentar um nível de controle superior às demais dado que estão sob regulação do Banco Central. Adicionalmente, conforme destacou Lameira (2007), um bom nível de controles e observância é essencial para a sobrevivência dessas instituições, sendo assim, considerou-se, que a inclusão dessas instituições poderia criar vieses na amostra.

A fonte de dados secundários para a composição do IGOV se concentrou na pesquisa de informações disponíveis nos sites da Bovespa, CVM e nos sites das próprias empresas (demonstrações financeiras – DF; informativo anual – IAN; informativo trimestral – ITR; estatuto social; e informações econômico-financeiras).

### 3.6 – Limitações do método de pesquisa

A principal limitação do método da investigação poderia ter sido a endogeneidade, ou a possível existência de causalidade reversa entre a variável dependente e as independentes. Esta questão foi destacada por Klapper e Love (2004), Black et.al (2006) e Leal e Da Silva (2005). Isto significa dizer que é esperada a verificação de efeitos da qualidade da GC praticada pelas empresas sobre as suas expectativas futuras de crescimento e, principalmente, sobre sua estrutura de propriedade, conforme salientado por Silveira *et al.* (2009). É reconhecida a importância desse limitador para os resultados de pesquisas desta natureza, na medida em que se trata de uma violação a uma premissa dos métodos de regressões lineares. Por isso, com o intuito de eliminar este problema, foi utilizado o método de equações estruturais.

Podem existir problemas de especificação devido à omissão de variáveis importantes no modelo. Para contornar essa questão, foram identificadas na revisão de literatura aquelas que pudessem representar outros possíveis fatores de determinação da qualidade da governança praticada. As variáveis assim identificadas foram incluídas como variáveis de controle.

Além disso, o indicador da qualidade de governança (IGOV) deve ser passível de mensuração com certo grau de certeza, de modo a permitir medições e comparações entre os níveis de GC das empresas. Para isso, precisa ser composto por um conjunto de práticas que possam ser objetivamente medidos, conforme destacou Lameira (2007).

Por último, algumas simplificações foram realizadas no sentido de viabilizar o atingimento do objetivo principal da pesquisa. Dessa forma, assumiu-se que as empresas não realizam pagamento de dividendos e que todos os recursos gerados internamente pela empresa

são reinvestidos. Esta simplificação da realidade tem por objetivo a definição de um meio pelo qual fosse possível medir a variável independente.

#### 4 – RESULTADOS

A partir da compilação dos dados coletados foi possível tabular a evolução das variáveis independentes e dependente da investigação, conforme as Tabela 2 e 3.

Tabela 2: Características da variável dependente

		Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Nº empresas
IGOV	2003	9,11	9	1,56	5	13	55
	2004	9,59	10	1,73	5	14	59
	2005	9,82	10	1,84	5	14	65
	2006	10,03	10	1,91	6	14	74
	2007	10,37	11	2,28	5	15	87
	2008	10,51	11	2,11	5	15	114

Tabela 3: Características das variáveis independentes

Os valores com \* foram expressos em valores percentuais

EC*	NFE*	PRTO1*	PRTO3*	PROR1*	PROR3*	N2NM*	TANG*	EXIT*	AGE	ADR*	INST*
Ano de 2003 – 55 empresas											
48,34	4,32	36,15	49,37	53,98	75,51	8,92	94,49	0,24	29,42	27,27	47,27
34,22	3,58	32,20	48,80	54,40	80,40	-	61,40	0,00	32,00	-	-
55,76	15,53	21,05	20,99	27,39	19,05	-	90,15	0,59	21,17	-	-
(55,92)	(41,64)	5,30	12,10	-	27,80	-	5,58	-	1,00	-	-
289,85	75,06	93,90	93,90	100,00	100,00	-	413,62	3,43	74,00	-	-
Ano de 2004 – 59 empresas											
49,23	1,91	35,55	49,13	54,07	75,94	8,47	93,68	0,22	31,75	25,42	52,54
44,44	(0,58)	33,10	49,80	53,60	80,40	-	60,65	0,00	33,00	-	-
40,23	16,76	19,46	19,91	27,11	18,65	-	133,73	0,55	22,35	-	-
(39,29)	(21,92)	4,90	12,20	-	28,90	-	6,93	-	2,00	-	-
187,75	67,56	81,90	87,50	100,00	100,00	-	928,34	2,99	97,00	-	-
Ano de 2005 – 65 empresas											
40,51	5,57	36,01	51,12	52,55	76,11	19,70	84,88	0,26	32,92	26,15	52,31
34,51	2,81	33,30	50,10	53,60	78,40	-	58,73	0,01	34,00	-	-
30,01	18,75	19,03	18,80	27,89	17,81	-	129,86	0,72	23,20	-	-
(8,88)	(31,96)	7,00	18,40	-	30,10	-	7,59	-	-	-	-
168,22	91,70	81,90	87,80	100,00	100,00	-	962,03	4,99	98,00	-	-
Ano de 2006 – 74 empresas											
35,91	13,30	36,06	52,73	54,11	74,06	33,78	85,59	0,27	31,61	25,68	51,35
23,57	4,82	32,05	50,85	52,95	75,10	-	54,99	0,03	33,50	-	-
47,11	34,44	18,49	17,96	26,78	20,25	-	118,20	0,54	23,13	-	-
(18,46)	(32,98)	7,10	18,80	-	22,60	-	0,44	-	1,00	-	-
294,45	175,45	81,90	89,40	100,00	100,00	-	846,98	2,57	99,00	-	-
Ano de 2007 – 87 empresas											
51,32	25,24	36,10	52,24	50,28	69,77	45,45	79,76	0,24	30,87	22,99	79,31
24,41	6,01	31,10	51,00	51,00	70,80	-	51,21	0,06	29,00	-	-
79,95	52,09	18,90	18,37	26,25	21,76	-	110,04	0,42	23,36	-	-
(14,31)	(47,17)	7,20	16,10	-	16,10	-	1,31	-	-	-	-
479,72	248,11	81,90	89,80	100,00	100,00	-	793,92	2,15	100,00	-	-
Ano de 2008 – 114 empresas											
170,27	45,09	37,25	53,91	48,12	66,77	57,89	76,43	0,17	26,82	17,54	66,67
53,26	19,84	32,65	51,95	49,85	69,05	-	41,81	0,05	20,00	-	-
363,20	71,24	18,84	16,81	25,93	21,09	-	107,17	0,37	23,16	-	-
(15,46)	(55,80)	7,20	19,10	-	25,10	-	0,54	-	-	-	-
2.306,32	450,40	81,90	89,60	100,00	100,00	-	589,93	2,53	101,00	-	-

Verifica-se que o nível de governança das empresas brasileiras vem melhorando ao longo dos últimos anos. A variável IGOV saiu de uma média de 9,11 pontos no ano de 2003 para 10,51 pontos em 2008 (de um total de 20 pontos). Testes de hipótese a respeito das médias foram realizados e confirmaram esta evolução. Vale ressaltar que tal melhoria vem se verificando gradativamente ao longo de quase todos os anos. Tal constatação pode indicar que as empresas vêm reconhecendo a importância e os benefícios da adoção das boas práticas de GC para seus resultados operacionais e financeiros.

No entanto, tomando como base o último ano da amostra (2008), pode-se considerar que o nível geral de adoção de práticas de governança no Brasil ainda é baixo. A média de 10,51 de um total 20 pontos pode ser considerada baixa, uma vez que, no mínimo, 12 práticas consideradas no índice IGOV são de fácil aplicação por parte das empresas (como as questões 5, 6, 7, 8, 10, 11, 13, 15, 16, 18, 19 e 20). Essa constatação sugere que ainda há um longo caminho a ser percorrido e que muito ainda precisa ser feito para que o nível geral de GC atinja níveis maiores.

Em relação às variáveis explicativas do modelo, pela Tabela 3, é possível concluir que:

1. As expectativas de crescimento e as necessidades de financiamento por parte das empresas brasileiras aumentaram de forma considerável, o que é condizente com o período de crescimento econômico verificado no país com um todo.
2. Houve um aumento na concentração total de propriedade, especialmente no caso dos três maiores acionistas. No entanto, houve uma redução na concentração do controle, o que pode ser verificado pelas médias das duas variáveis PROR1 e PROR3 entre os anos de 2003 e 2008.
3. A redução na média do índice de tangibilidade, conforme a definição da variável (ativo imobilizado bruto sobre receita operacional líquida), pode ter sido causada por um aumento nas receitas das empresas no período, que por sua vez podem ter sido impactadas positivamente pelo crescimento da economia com um todo.
4. A liquidez média das ações das empresas consideradas no estudo se manteve relativamente estável ao longo do período, exceto no ano de 2008 quando apresentou uma redução.
5. A idade média das empresas apresentou uma redução, o que pode ser explicado pela incorporação de firmas recém-abertas ao longo do período.
6. O percentual de empresas que haviam promovido programas de ADR caiu. Isto pode ser novamente consequência da incorporação de novas empresas à amostra. Tais empresas recém-criadas, em geral, não desenvolvem programas de ADR logo após a sua entrada no mercado de capitais.
7. O aumento verificado na variável INST pode ser entendido como uma participação cada vez maior dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro.

#### 4.1 – Resultados empíricos

Para a aplicação dos modelos foram feitos testes de normalidade com os indicadores das variáveis IGOV, EC, NFE e EP e forma necessárias as transformações de EC e NFE para os logaritmos desses indicadores. Após a aplicação do método das equações estruturais com os modelos apresentados, obtiveram-se os resultados constantes das Tabelas 4 a 10.

Tabela 4: Relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelo 1, com variáveis de controle

Modelo 1: IGOV e LOGEC	Estimativa e p-value das covariâncias
IGOV ↔ LOGEC	4,581*** (0,000)

IGOV ↔ INST	28,125*** (0,000)
IGOV ↔ ADR	34,606*** (0,000)
IGOV ↔ N2NM	0,576*** (0,000)
IGOV ↔ TANG	0,566 (0,205)
IGOV ↔ EXIT	- 30,987*** (0,000)
IGOV ↔ AGE	- 1,627 (0,819)
Amostra	454
RMSEA	0,000
<i>p-value</i>	1,000
Graus de liberdade	36
Nº de parâmetros	8

Tabela 5: Relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelo 2, com variáveis de controle

Modelo 1: IGOV e LOGNFE	Estimativa e p-value das covariâncias
IGOV ↔ LOGNFE	0,142*** (0,000)
IGOV ↔ INST	- 0,051 (0,585)
IGOV ↔ ADR	0,056*** (0,565)
IGOV ↔ N2NM	0,580*** (0,000)
IGOV ↔ TANG	- 0,066 (0,795)
IGOV ↔ EXIT	0,122 (0,217)
IGOV ↔ AGE	8,059 (0,145)
Amostra	454
RMSEA	0,077
<i>p-value</i>	0,095
Graus de liberdade	36
Nº de parâmetros	8

Tabela 6: Relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelo 3, com variáveis de controle e indicador PRTO1 para EP

Modelo 1: IGOV e PRTO1	Estimativa e p-value das covariâncias
IGOV ↔ PRTO1	- 0,713 (0,614)
IGOV ↔ INST	- 0,111** (0,002)
IGOV ↔ ADR	0,196*** (0,000)
IGOV ↔ N2NM	0,583*** (0,000)
IGOV ↔ TANG	0,046

	(0,611)
IGOV ↔ EXIT	0,014 (0,774)
IGOV ↔ AGE	5,940*** (0,000)
Amostra	454
RMSEA	0,103
<i>p-value</i>	0,000
Graus de liberdade	36
Nº de parâmetros	8

Tabela 7: Relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelo 3, com variáveis de controle e indicador PRTO3 para EP

Modelo 1: IGOV e PRTO3	Estimativa e p-value das covariâncias
IGOV ↔ PRTO3	- 3,045* (0,027)
IGOV ↔ INST	- 0,111** (0,002)
IGOV ↔ ADR	0,201*** (0,000)
IGOV ↔ N2NM	0,588*** (0,000)
IGOV ↔ TANG	0,074 (0,411)
IGOV ↔ EXIT	0,007 (0,876)
IGOV ↔ AGE	5,36640** (0,002)
Amostra	454
RMSEA	0,107
<i>p-value</i>	0,000
Graus de liberdade	36
Nº de parâmetros	8

Tabela 8: Relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelo 3, com variáveis de controle e indicador PROR1 para EP

Modelo 1: IGOV e PROR1	Estimativa e p-value das covariâncias
IGOV ↔ PROR1	- 3,869* (0,051)
IGOV ↔ INST	- 0,117** (0,001)
IGOV ↔ ADR	0,200*** (0,000)
IGOV ↔ N2NM	0,565*** (0,000)
IGOV ↔ TANG	0,059 (0,511)
IGOV ↔ EXIT	0,000 (0,994)
IGOV ↔ AGE	6,086*** (0,000)
Amostra	454
RMSEA	0,118
<i>p-value</i>	0,000

Graus de liberdade	36
Nº de parâmetros	8

Tabela 9: Relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelo 3, com variáveis de controle e indicador PROR3 para EP

Modelo 1: IGOV e PROR3	Estimativa e p-value das covariâncias
IGOV ↔ PROR3	- 7,428*** (0,000)
IGOV ↔ INST	- 0,109** (0,002)
IGOV ↔ ADR	0,215*** (0,000)
IGOV ↔ N2NM	0,522*** (0,000)
IGOV ↔ TANG	0,089 (0,316)
IGOV ↔ EXIT	- 0,052 (0,269)
IGOV ↔ AGE	5,191** (0,002)
Amostra	454
RMSEA	0,141
<i>p-value</i>	0,000
Graus de liberdade	36
Nº de parâmetros	8

Tabela 10: Relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelo 4, sem variáveis de controle e com PROR3 como indicador de EP

Modelo 1: IGOV, LOGEC, LOGNFE, EP	Estimativa e p-value das covariâncias
IGOV ↔ LOGEC	- 0,021 (0,656)
IGOV ↔ LOGNFE	0,047*** (0,000)
IGOV ↔ PROR3	- 12,915*** (0,000)
Amostra	454
RMSEA	0,240
<i>p-value</i>	0,000
Graus de liberdade	36
Nº de parâmetros	3

Os resultados agrupados dos modelos são demonstrados na Tabela 11.

Tabela 11: Resultados agrupados dos modelos

O símbolo \*\*\* representa que o valor é estatisticamente significativo a 0,1%, o símbolo \*\* é estatisticamente significativo a 1,0% e o o símbolo \* é estatisticamente significativo a 10,0%

Modelos/ Indicadores	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3 – PRTO1	Modelo 3 – PRTO3	Modelo 3 – PROR1	Modelo 3 – PROR3	Modelo 4
LOGEC	+ ***	-----	-----	-----	-----	-----	
LOGNFE	-----	+ ***	-----	-----	-----	-----	+ ***
PRTO1	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
PRTO3	-----	-----	-----	- *	-----	-----	-----
PROR1	-----	-----	-----	-----	- *	-----	-----

PROR3	-----	-----	-----	-----	-----	- ***	- ***
INST	+ ***		- **	- **	- **	- **	
ADR	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
N2NM	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***
TANG							
EXIT	- ***						
AGE			+ ***	+ ***	+ ***	+ ***	

## 5 – CONCLUSÕES

A partir dos resultados com significância estatística obtidos pode-se inferir que a governança está positivamente associada às oportunidades de crescimento como mostra o modelo 1, está positivamente associada à necessidade de financiamento externo como mostram os modelos 2 e 4 e está negativamente associada à estrutura de propriedade como mostram os modelos 3 com os indicadores PRTO3, PROR 1 e PROR 3 e ainda o modelo 4.

O aumento da proporção dos controladores tanto no capital votante quanto no capital total impacta negativamente a qualidade da governança. A presença de investidor institucional impacta positivamente a qualidade da governança quando na presença de oportunidades de investimento. Contudo, quando inserimos a influência da estrutura de propriedade a presença de investidor institucional se mostra negativa para a qualidade da governança. Assim, pode-se inferir que a presença de um investidor institucional, em companhias com estrutura de propriedade significativamente concentradas, não promove melhoria, mas sim a deterioração da qualidade da governança.

Verificou-se que a existência de programa de ADR ou a participação nos níveis diferenciados de governança da Bovespa estão positivamente associados à qualidade da governança praticada pelas empresas. Da mesma forma, o tempo de existência da empresa impacta positivamente a qualidade da governança praticada. Nada se pode inferir quanto a liquidez e os mecanismos de saída, nem quanto à tangibilidade dos ativos.

Assim sendo, confirmam-se plenamente os pressupostos de Durnev e Kim (2005) para o mercado de capitais brasileiro no período de 2003 a 2008.

Ficam como sugestões para estudos futuros a possibilidade de se estabelecer como se comportam os determinantes para setores específicos de atividade econômica como os setores mais regulados como os de energia e petróleo e gás, em vista da importância estratégica que tais setores terão no futuro desenvolvimento econômico brasileiro. Por outro lado, a investigação da relação entre os grupos de assuntos componentes do índice amplo de governança e os determinantes de governança podem ser objeto de grande interesse para as empresas, reguladores e investidores em geral.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANAND, A.; MILNE, F; PURDA, L., Voluntary Adoption of Corporate Governance Mechanisms. **American Law and Economics Association Papers**, v.39, p.1-47, 2006.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan Publishing Company, 1932.
- BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W., Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-403, 2006.
- CARVALHAL, A. **Governança corporativa e sucesso empresarial: Melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.
- CLARKSON, M., A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate performance. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 92-117,1995.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., MAKSIMOVIC, V., Law, finance and firm growth. **The Journal of Finance**, vol. 53, n. 6, p. 2107-2137, 1998.

- DURNEV, A.; KIM, E. H., To steal or not to steal: firm attributes, legal Environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v.60, n.3, p.1461-1493, 2005.
- 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. C., Agency Costs of Overvalued Equity. **Financial Management**, Spring, 5-19, 2005.
- 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.
- LAMEIRA, V. J., **Governança Corporativa, risco e desempenho das Companhias abertas Brasileiras: Uma análise do relacionamento entre as práticas de Governança Corporativa, o risco e o desempenho das Companhias abertas Brasileiras**. Tese de Doutorado em Administração – Instituto de Administração e Gerência, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C., **Corporate governance, value and dividend payout in Brazil and Chile**. Inter-American Development Bank. Research Network Working Paper R-516, 2005.
- LETHBRIDGE, E., **Governança corporativa**. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Dez. 1997. Disponível em: <[www.bndespar.com.br/conhecimento/revista/rev809.pdf](http://www.bndespar.com.br/conhecimento/revista/rev809.pdf)>. Acesso em: 25 Jan. 2009.
- SILVEIRA, A. M., BARROS, L. A., FAMÁ, R., **Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. IV Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho, 2004, 41 p. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1330/fincorp04.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 11 mar. 2010.
- SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L., Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. **Revista de Administração (FEA-USP)**, v. 44, p. 173-189, 2009.
- SILVEIRA, A. M.; SAITO, R., Corporate Governance in Brazil: Landmarks, codes of best practices and main challenges. **The ICFAI University Journal of Corporate Governance**, v. 8, p. 20-39, 2009.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance, **Journal of Finance**, vol. 52, n. 2, p. 737-775, 1997.
- TURNBULL, S. Corporate governance: its scope, concerns and theories. **Corporate Governance: An International Review**, v.5, n.4, p.180-205, 1997.
- ZEIDAN, R., **A Model for Voluntary Corporate Governance**. Social Science Research Network, 2009, 36 p. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1407548>>. Acesso em: 16 maio 2010.