

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E AS RELAÇÕES COM O VALOR E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

FERNANDO CAIO GALDI

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE,
ECONOMIA E FINANÇAS

RUBIA MIGUEZ DE MENEZES

FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE,
ECONOMIA E FINANÇAS

RESUMO

Este trabalho investiga a existência de relação significativa entre valor e desempenho e a estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras não financeiras negociadas na BOVESPA de 2003 a 2008. As relações testadas buscaram verificar se há predominância do efeito alinhamento ou entrincheiramento a partir da concentração de ações do maior acionista. Também é testada a qualidade da governança, através de *dummies* para as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. Os dados obtidos foram organizados em painel e testados segundo os métodos dos mínimos quadrados ordinários com abordagem *Pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Os resultados indicaram uma relação positiva entre valor e concentração de ações ordinárias e totais do maior acionista até determinada faixa, sendo negativa em concentrações mais elevadas, e uma relação linear positiva com desempenho. Os resultados sugerem ainda que a adoção de boas práticas de governança pode refletir positivamente no valor da empresa, mas negativamente no desempenho, principalmente para as empresas listadas no Novo Mercado.

Palavras chave: Estrutura de Propriedade; Governança Corporativa; Desempenho.

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, investidores internacionais intensificaram a busca por oportunidades de investimentos em países emergentes como o Brasil. A prática de boa governança corporativa para atrair o investidor estrangeiro tornou-se então um diferencial para as empresas (PEDREIRA; SANTOS, 2006). No início desta década, a pressão por melhoria dos sistemas de governança aumentou não apenas devido à presença desses investidores estrangeiros e após alguns escândalos contábeis envolvendo grandes empresas nos EUA, que acarretou a promulgação da lei Sarbanes-Oxley, mas também após uma série de medidas legais e institucionais ocorridas no Brasil em prol da melhoria da governança das empresas.

Segundo Silveira (2004), a governança corporativa é um conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e controle que visa à minimização dos conflitos de agência e alinhamento de interesses dos gestores e acionistas na situação de separação entre propriedade e controle. Dentre os diversos mecanismos de governança, o autor considera como um dos principais a estrutura de propriedade, com destaque à concentração acionária.

A discussão da influência da estrutura de propriedade no desempenho das empresas foi iniciada empiricamente por Berle e Means (1932) e retomada a partir da década de 1970, com estudos como o de Jensen e Meckling (1976). Esses estudos destacavam o problema de agência entre diretores e proprietários em empresas americanas e inglesas, que possuem maior dispersão acionária. Entretanto, a propriedade concentrada é a estrutura predominante na maioria dos países (LA PORTA et al., 1998; BEBCHUCK, 1999), em que o foco do problema

de agência passa a ser entre acionistas majoritários e minoritários. Somente ao final da década de 1990, em estudos que incluem outros países além de EUA e Inglaterra, é que foi dada maior importância ao estudo da estrutura de propriedade em que a pulverização do capital é rara.

Nesse contexto, são discutidos os benefícios e os custos da elevada concentração, os chamados efeitos alinhamento e entrincheiramento. Além da teoria de agência, a discussão do direito de propriedade e da teoria da firma é necessária. Para Shleifer e Vishny (1997) e La Porta et al., (1998), a regulação e o grau de *enforcement* da legislação são determinantes nas variações da estrutura de propriedade entre os países, em que a elevada concentração acionária aparece como solução às baixas proteções legais.

Diversos trabalhos analisam diferentes contextos de concentração acionária e possuem resultados divergentes entre si. No Brasil, os resultados da relação entre valor, desempenho, estrutura de propriedade e governança ainda não são conclusivos. A maioria das pesquisas analisou a concentração acionária em períodos até o ano de 2002, como Okimura (2003), Silveira (2004) e Dami et al. (2006). Poucos trabalhos como Silveira (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Silveira et al. (2007) contemplaram a análise conjunta de estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa com o valor e desempenho das empresas. Entretanto, os períodos de análise desses estudos foram até 2004, captando parcialmente o impacto das mudanças legais e institucionais ocorridas no início desta década.

O presente trabalho tem o intuito de utilizar períodos mais recentes para captar o efeito dessas mudanças sobre o valor e desempenho das empresas, além de analisar a qualidade da governança corporativa juntamente com a de estrutura de propriedade, e não isoladamente como a maioria dos estudos anteriores. Desta forma, o objetivo é verificar a existência de relação significativa entre estrutura de propriedade, qualidade da governança corporativa, valor e desempenho das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto negociadas na BOVESPA, em um período mais recente, de 2003 a 2008, e após as mudanças institucionais com reflexos na governança corporativa das empresas.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A separação entre a propriedade e controle e as suas conseqüências, como os problemas de agência, despertaram a necessidade de se criar mecanismos que assegurassem a continuidade das empresas, surgindo então as primeiras discussões sobre a governança corporativa. Segundo Silveira (2004), essa necessidade é decorrente de diversos registros de expropriação de riquezas, tanto de gestores com relação aos acionistas, quanto de acionistas controladores em relação aos acionistas minoritários.

Para Silveira (2002), os principais mecanismos externos de governança são: (a) mercado de aquisição hostil; (b) mercado competitivo; e (c) fiscalização contábil periódica e externa através de auditorias e agentes do mercado financeiro. Por sua vez, os mecanismos internos destacados por ele são: (a) conselho de administração (CA); (b) sistema de remuneração dos gestores; e (c) estrutura de propriedade. Desta forma, para o estudo da governança corporativa é necessária a compreensão dos problemas de agência e da atuação dos mecanismos de governança que possam mitigá-los. Gedajlovic e Shapiro (1998), Thomsen e Pedersen (2000) e Claessens et al. (2002) destacam a estrutura de propriedade e controle como um importante mecanismo com possível impacto no desempenho corporativo.

2.1 Estrutura de Propriedade

Segundo Andrade e Rossetti (2009), a propriedade dispersa implica numa categoria de conflito em que os proprietários (principais) e os diretores (agentes) não coincidem e têm

divergência de interesses, podendo os gestores expropriar riqueza dos acionistas, implicando num conflito proprietários x diretores. Por outro lado, a categoria de conflito presente na maioria dos países, que possuem propriedade mais concentrada e alta sobreposição da propriedade e gestão, é conhecida como conflito majoritários x minoritários. Nestes casos, a elevada concentração acionária minimiza o primeiro conflito de agência, mas o problema da expropriação de riqueza passa a ser entre os acionistas, com prejuízo aos minoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

A expropriação de riqueza dos minoritários pode ser feita de diversas formas pelos acionistas controladores: pagamentos de salários excessivos para si, quando gestores; autonegação ou a nomeação de parentes para cargos executivos privilegiados ou assento no Conselho de Administração; transferência de ações com deságio; pagamento de preços de transferência altos por empresas das quais são proprietários; utilização de ativos da empresa como garantia de empréstimos particulares; não extensão aos minoritários dos preços pagos por novos controladores (*tag along*); decisões por investimentos que reduzem seus riscos e não maximizam o valor da empresa (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

As vantagens e desvantagens da elevada concentração acionária são analisadas por diversos autores. Para Shleifer e Vishny (1997), Claessens et al. (2002) e Okimura (2003), os benefícios estão no interesse dos grandes acionistas, por terem muitos recursos investidos na empresa, em monitorar os gestores. Quanto maior a concentração acionária, maior o incentivo em monitorar os agentes para que estes tomem decisões em prol da maximização do valor da empresa. Esse efeito é chamado alinhamento ou incentivo. Por outro lado, a elevada concentração pode levar a uma maior expropriação dos acionistas minoritários e, portanto, a um menor valor e desempenho das empresas, sendo chamado de efeito entrenchamento (SILVEIRA, 2004). Outra desvantagem é o conservadorismo dos investimentos, sendo os maiores acionistas mais avessos ao risco, levando a menor diversificação (SHLEIFER; VISHNY, 1997), já que a propriedade é relevante nos seus recursos. A elevada concentração também permite ao controlador a proteção quanto a um possível processo de aquisição hostil, minimizando os seus riscos quanto maior for a concentração, o que pode implicar em perda de oportunidades que poderiam maximizar o valor da empresa (SILVEIRA, 2004).

Além da posse direta de ações, alguns mecanismos dessa estrutura são utilizados para o controle da empresa. Em estudos com alguns países emergentes como o Brasil, que em geral apresentam concentrações mais elevadas e menor proteção aos minoritários, é discutida a existência de duas classes de ações com diferentes direitos de voto; o efeito pirâmide, em que a última estrutura da firma pertence a uma cadeia com participações uma nas outras (SHLEIFER; VISHNY, 1997); e a propriedade cruzada ou *cross-holding*, quando a propriedade de duas ou mais empresas entre elas dificulta a perda do controle. Nesses casos, os acionistas mantêm o controle da empresa com menor posse direta de ações.

Claessens et al. (2002), ao estudarem a concentração acionária em oito países do leste asiático, encontram relação positiva entre concentração de ações e desempenho das empresas, e negativa entre o valor da firma e o excesso de votos. Lins (2003), em seu estudo com países emergentes que inclui o Brasil, também encontra relação negativa entre excesso de votos e valor da firma e considera ainda que a ausência de acionistas controladores na gestão da empresa mitiga a falta de proteção aos minoritários. Ang, Cole e Lin (2000), por sua vez, encontraram em seu estudo com empresas pequenas que os custos de agência são maiores quando a firma não é dirigida por um grande acionista.

No Brasil, Okimura (2003) e Silveira (2004) encontram, para as empresas brasileiras listadas na BOVESPA, que a concentração de votos influencia de forma quadrática o valor das empresas (relacionando ora aos benefícios ora aos custos da alta concentração), e que a relação é negativa entre valor e excesso de votos. Entretanto, obtêm resultados divergentes na análise com outras medidas de desempenho. Dami et al. (2006) trata a concentração acionária

em 3 categorias (dispersa, dominante e majoritária) e encontra relação quadrática com a performance para as variáveis crescimento da empresa e instabilidade da rentabilidade, sendo primeiramente um efeito alinhamento e posteriormente um efeito entrincheiramento, mas não encontra resultados significativos para outras variáveis de performance como Q de Tobin.

A diversidade de estudos indica que não existe um consenso se e como a estrutura de propriedade afeta o valor das empresas (GRIFFITH, 1999). Como os resultados são divergentes nos diversos contextos, é necessário analisar cada cenário institucional, como defendido por La Porta et al. (1998), entre outros.

2.2 Governança Corporativa no Brasil e no mundo

Shleifer e Vishny (1997) defendem que as forças de mercado são um importante meio para alcançar a eficiência econômica, mas por si só não garantem aos ofertadores de recursos que as corporações darão o retorno dos investimentos, sendo esse um papel da governança corporativa. Zingales (1997) discute a teoria da firma e do direito de propriedade e considera que a governança corporativa existe porque os contratos são incompletos, gerando espaço para disputa (barganha). Nessa visão contratual, o autor defende que o sistema de governança pode ser eficiente ao proporcionar incentivos *ex-ante* e alterar as condições do poder de barganha *ex-post*.

Na evolução da GC, Andrade e Rossetti (2009) destacam a importância da atuação dos acionistas na corporação, destacando os valores de *fairness* (senso de justiça, com equidade no tratamento dos acionistas) e *compliance* (conformidade legal, em especial aos acionistas minoritários), os papéis dos conselhos, auditores e executivos, com destaque aos valores de *accountability* (prestação responsável de contas) e *disclosure* (transparência das informações). Para Gibson (2003), os países emergentes caracterizam-se principalmente por controle fechado, normalmente controlado pelo sócio fundador, com pouco *enforcement* dos direitos dos acionistas. Em seu estudo com 8 grandes países emergentes, que inclui o Brasil, ele sugere que a governança corporativa nesses países não é eficiente.

No Brasil, a proteção legal ainda é fraca e a estrutura de propriedade predominante é a concentrada, apesar de melhorias importantes ocorridas principalmente no início desta década (SILVEIRA et al., 2007). A partir de trabalhos como o de Aldrighi e Mazzer Neto (2005), que fazem um levantamento da concentração acionária das empresas brasileiras de capital aberto no ano de 2001, é possível afirmar que a forte concentração acionária e a emissão de ações com direito diferenciado de voto é a principal característica do modelo de governança nacional, com ausência quase total de estrutura de propriedade dispersa. O modelo brasileiro é caracterizado também pela presença de controle familiar ou compartilhado por poucos investidores; presença de acionistas minoritários pouco ativos; estrutura pouco formal dos conselhos de administração; e escassez de conselheiros profissionais e com remuneração pouco relevante (PEDREIRA; SANTOS, 2006).

2.3 Principais Medidas para Melhoria da Governança Corporativa

Após alguns escândalos contábeis ocorridos nos Estados Unidos a partir de 2001, aumentaram as pressões por melhoria da governança, levando à promulgação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002. Essa lei, mais exigente e prevendo punições de natureza civil e penal, passou a ser aplicada às empresas estrangeiras com emissões negociadas nos EUA.

Em meio a esses escândalos contábeis, as principais medidas de estímulo às boas práticas de governança no Brasil já haviam sido divulgadas. Com essas medidas, esperava-se investidores institucionais mais ativos, maior dispersão do controle, maior foco na eficiência

econômica e transparência da gestão. Segundo Silveira (2004), o objetivo era reduzir a assimetria informacional entre empresa e os agentes, aumentar a proteção aos acionistas minoritários de forma a incentivar a sua participação no mercado acionário, e reduzir os custos de captação de recursos com a credibilidade adquirida pela empresa junto a credores e acionistas. Essas mudanças tiveram fundamental importância no avanço da governança corporativa e mercado de capitais brasileiro (MACEDO; SIQUEIRA, 2006).

Uma dessas medidas foi a promulgação da nova Lei das SAs (lei 10.303), em 2001, que estimulou a participação do pequeno investidor ao lhe proporcionar a redução de riscos e uma melhor participação no controle da companhia, sendo considerado um marco para a governança corporativa no Brasil (MACEDO; SIQUEIRA, 2006). Essa lei reduziu o limite máximo de emissões de ações preferenciais, instituiu o direito de inclusão dessas ações na oferta pública de alienação do controle, incluiu disposições para atuação da Assembléia Geral, Conselho de Administração e Fiscal, com ampliação do acordo de acionistas, e instituiu o *tag along* com a obrigatoriedade de assegurar valor mínimo de 80% aos minoritários do preço pago aos controladores.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instituição responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais brasileiro, divulgou em 2001 a Cartilha de “Boas Práticas” de governança corporativa. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), por sua vez, também lançou um código de melhores práticas de governança, em 1998 e em 2003, sendo o mais conhecido e utilizado pelas companhias brasileiras (SILVEIRA et al. 2007). Este último abrangeu as diversas questões sobre os valores da governança, participação dos minoritários, atuação dos conselhos e de conselheiros independentes, direito de voto a todos os acionistas em assuntos de grande relevância para a companhia, etc.

Outra medida foi a implantação pela BOVESPA, em 2000, dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), os níveis 1, 2 e Novo Mercado, visando sinalizar para o mercado as empresas mais compromissadas com boas práticas de governança, bem como aumentar o interesse de investidores pelo mercado acionário e proporcionar a valorização das empresas. Esses mecanismos de adesão voluntária surgem como alternativa compensatória a medidas importantes não exigidas em lei (SILVEIRA et al, 2007).

2.4 Apresentação das Hipóteses

No Brasil, a possibilidade de emissão de ações com direito de voto diferenciado é o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle. É também um incentivo à expropriação de riqueza dos minoritários ao permitir que os acionistas majoritários mantenham o controle com uma menor proporção do capital total, reduzindo a concentração direta de ações dos maiores acionistas (SILVEIRA, 2004). Em um ambiente legal deficiente e com *enforcement* baixo, as incertezas e lentidões na resolução dos processos e as múltiplas interpretações das leis aumentam a insegurança e os custos contratuais, que por sua vez implicam em maiores custos e desestímulos à atividade econômica (PINHEIRO, 2003, *apud* MACEDO; SIQUEIRA, 2006). Entretanto, as recentes mudanças legais ocorridas nesta década em prol da governança corporativa podem ter contribuído com a redução dos riscos de expropriações, estimulando o mercado de capitais. Ainda assim, essas melhorias não devem ter sido suficientes, ou não houve correspondente *enforcement*, para dar a devida proteção contra as expropriações dos minoritários, prevalecendo o efeito entrenchamento.

Alguns autores defendem que a elevada concentração pode ter ainda relação não linear com o valor e desempenho das empresas, como Thomsen e Pedersen (2000). Isso sugere que pode existir um ponto de inflexão, ou seja, relações diferentes para diferentes níveis de concentração. Através de testes com relações quadráticas das variáveis de concentração é possível verificar a existência desse ponto a partir do qual a relação passa a ter sinal oposto.

Espera-se neste estudo que em concentrações mais elevadas o efeito alinhamento seja predominante, pois a facilidade de expropriação dos minoritários e o conservadorismo é mais intenso e supera o impacto à própria riqueza com a redução do valor pelo entrincheiramento. Espera-se então a predominância do efeito entrincheiramento em concentrações mais elevadas, havendo predominância do efeito alinhamento em concentrações mais moderadas.

H1a: O valor e o desempenho das empresas possuem relação significativa e negativa com o aumento da concentração do controle.

H1a': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a concentração total do controle até certa faixa, a partir do qual a relação é negativa.

No Brasil, as concentrações de propriedade do maior acionista normalmente são compostas majoritariamente de ações com direito a voto para a manutenção do controle, muitas vezes com ausência de ações preferenciais em empresas que possuem os dois tipos de ações. Desta forma, espera-se relações similares a H1a e H1a' para o caso da concentração total (ações ordinárias e preferenciais) e suas relações com valor e desempenho das empresas.

H1b: O valor e o desempenho das empresas possuem relação significativa e negativa com o aumento da concentração total da propriedade.

H1b': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a concentração total da propriedade até certa faixa, a partir do qual a relação é negativa.

Da mesma forma, para empresas que emitem os dois tipos de ações, as concentrações mais elevadas de ações preferenciais de posse do maior acionista implicam em incentivos similares ao monitoramento (efeito alinhamento), e menor chance de expropriação dos minoritários (efeito entrincheiramento), já que pode haver menor controle para a expropriação ou não há estímulo para isso ao implicar em menor valor das ações preferenciais.

Da mesma forma, havendo relações diferentes para certos níveis de concentração, espera-se que quanto maior for a concentração das ações preferenciais, menor será o interesse do maior acionista em expropriar os minoritários e preferencialistas. Para baixas concentrações de ações preferenciais, o maior acionista deve possuir proporção muito maior de ações ordinárias, sendo ainda compensatória a expropriação dos minoritários.

H1c: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com o aumento da concentração das ações preferenciais.

H1c': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a concentração das ações preferenciais até certa faixa, a partir do qual a relação é negativa.

Apesar de pouco abordado nos trabalhos pesquisados, estuda-se também os efeitos da presença de mais de um grande acionista controlador. A existência de mais de um único grande acionista na empresa tende a minimizar alguns problemas de agência como pagamento de altos salários para si, nepotismo, utilização de ativos para empréstimos pessoais, entre outros, pela presença de outro investidor de maior porte no monitoramento. Além disso, é comum que esses acionistas sejam fundos de *private equity* ou investidores institucionais (fundos de pensão e fundos mútuos de investimentos), que buscam empresas de melhor governança e defendem os interesses dos seus cotistas. Assim, espera-se que os benefícios do efeito alinhamento sejam superiores aos custos do efeito entrincheiramento.

Em níveis muito elevados de concentração do segundo e terceiro maiores acionistas, em que a concentração é muito elevada em apenas 3 acionistas, pode existir maior chance de atuação conjunta desses, com menor presença de minoritários para atuar e pressionar e portanto facilitando a expropriação destes.

H1d: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a presença de mais de um grande acionista controlador.

H1d': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a concentração do controle por mais de um grande acionista até certa faixa, a partir do qual a relação é negativa.

Por sua vez, quanto maior a diferença entre a concentração de ordinárias e de ações preferenciais, maiores serão as chances de expropriação dos pequenos investidores. Quando a proporção de ações com direito a voto são maiores que a proporção de ações totais, ou seja, existe maior proporção de ações de controle do que de preferência com o maior acionista, estes tendem a ter os incentivos para buscar a melhor performance, porém com maior proporção de controle para práticas de expropriação do minoritário que prejudicam essa performance (CLAESSENS et al., 2002; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004).

H1e: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e negativa com o excesso de votos.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) e Gibson (2003), poucos estudos analisam a qualidade da governança corporativa em países emergentes. Os NDGC da BOVESPA são as categorias de medida de qualidade de governança mais conhecidas pelo mercado brasileiro, cuja adesão é uma sinalização de que a empresa pratica uma boa governança. A possibilidade de identificar facilmente essas empresas, principalmente para os pequenos investidores, pode se tornar um diferencial de mercado. Como consequência, as empresas esperam valorização, melhoria da imagem institucional e redução dos custos de capital (MACEDO; SIQUEIRA, 2006). Almeida, Scalzer e Costa (2006) concluem que empresas listadas em um dos NDGC possuem maior conservadorismo nas suas informações contábeis, sugerindo maior confiança e podendo refletir na decisão do investidor.

Silveira et al. (2007) defende que existem custos que devem ser considerados na adoção da boa governança, tais como perda do prêmio pelo controle e redução de benefícios privados, além dos custos diretos da divulgação de informações financeiras dentro de padrões internacionais de contabilidade, custos do CA, entre outros. Mesmo assim, Leal e Carvalhal da Silva (2005) e Silveira et al. (2007) encontraram resultados positivos para a relação entre valor e o índice de governança corporativa adotado em suas pesquisas. O primeiro encontrou ainda relação positiva especificamente entre valor e os níveis 2 ou Novo Mercado.

Se há menor possibilidade de expropriação (que gera custos e despesas às empresas) e maior profissionalismo, há reflexos positivos também no desempenho corporativo. Para Silveira et al. (2007), a adoção de boas práticas pode tornar o processo de decisão pela direção mais eficiente, melhorar os controles internos, proporcionar melhores oportunidades de diversificação para o grupo controlador e melhorar o desempenho da empresa.

H1f: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a qualidade da governança corporativa.

3. METODOLOGIA

3.1 Construção das Variáveis

O presente trabalho caracteriza-se por um estudo empírico, com utilização de métodos estatísticos e técnicas quantitativas tanto de coleta quanto de tratamento e análise de dados. Para a operacionalização das variáveis, foram considerados importantes estudos nacionais e internacionais publicados nos últimos anos, que testaram a relação entre estrutura de propriedade e/ou governança corporativa com valor e desempenho das empresas. Neste estudo, as variáveis dependentes englobam variáveis de valor e de desempenho. As variáveis

independentes são compostas de variáveis de estrutura de propriedade de qualidade da governança corporativa, além das variáveis de controle.

As variáveis de valor serão tratadas com a perspectiva de desempenho futuro, dadas, respectivamente, pelo Q de Tobin (Q) e valor da firma (VF), calculados a partir de valor de mercado das ações e outras variáveis contábeis. O Q de Tobin será calculado por uma aproximação dada pela equação 1 (CHUNG E PRUITT, 1994 *apud* OKIMURA, 2003), enquanto o valor da firma é calculado segundo a equação 2.

$$Q = \frac{(VMA+D)}{AT} \quad (1) \quad \text{e} \quad VF = \frac{Enterprise\ Value}{AT} \quad (2)$$

Sendo:

VMA: valor de mercado das ações, representado pelo valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais (VMA = VMON + VMPN);

D: valor contábil do exigível total, igual a soma do passivo circulante, exigível a longo prazo e estoques, deduzido do ativo circulante (D= PC+ELP+Est-AC);

Enterprise Value: calculado pela Economática considerando *VMA + DbCP + FINCP + DbLP + FINLP + ACC - DICP*, com DbCP, DbLP, FinCP e FinLP as debêntures e financiamentos de curto e longo prazos, respectivamente, ACC os adiantamentos de contratos de câmbio e DICP as disponibilidades e investimentos de curto prazo;

AT: ativo total da empresa.

As duas variáveis de desempenho, por sua vez, são dadas pelo resultado realizado pelas empresas, a partir de indicadores contábeis de lucro, relativos ao fechamento do último trimestre de cada ano, obtidos da base Economática. O LOAT é dado pelo lucro operacional dividido pelo ativo total, enquanto o LAJIRDA é dado pelo EBITDA (aproximado ao valor da Economática, equivalente ao lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações), dividido pelo ativo total.

As variáveis independentes da pesquisa foram divididas em duas categorias: variáveis de estrutura de propriedade e de qualidade da governança corporativa. A estrutura de propriedade é dada pelas variáveis de concentração de ações dos maiores acionistas, obtidos da base de dados Economática, que consideram as concentrações diretas de ações. São cinco variáveis: *concentração do controle (C.ORD1)*, dado pelo percentual das ações ordinárias do maior acionista; *concentração total (C.TOT1)*, dado pelo percentual das ações totais (ordinárias e preferenciais) do maior acionista; *concentração das ações preferenciais (C.C.PREF1)*, dada por sua vez pelo percentual das ações preferenciais do maior acionista; a *Concentração do 2º e 3º maiores acionistas (C.ORD2,3)*, que é o percentual das ações ordinárias 2º e 3º maiores acionistas e, por fim, o *excesso de votos (EXC)*, que corresponde ao valor do percentual de ações ordinárias dividido pelo percentual de ações totais do maior acionista, deduzido de 1, ou seja, $EXC = (C.ORD1/C.TOT1) - 1$. Se $EXC > 0$, a proporção de ações ordinárias é maior que de ações totais do maior acionista, indicando excesso de votos.

Os indicadores de qualidade da governança corporativa são dadas por variáveis *dummies* para cada NDGC da BOVESPA (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), atribuindo 1 ao nível a que a empresa pertence e zero para os demais níveis. Se a empresa não é listada em nenhum dos segmentos, é atribuído zero para cada nível. Cada NDGC é analisado isoladamente. As informações de empresas listadas nos segmentos diferenciados foram obtidas do site da BOVESPA.

As variáveis dependentes de valor e desempenho podem ser afetadas por outros fatores que, se não controlados, podem alterar os resultados dos testes. Foram então utilizadas variáveis de controle, com dados obtidos da base Economática, para testar as relações da

pesquisa. São quatro as variáveis de controle: (a) *estrutura de capital (EstCap)*, analisada através do valor contábil do patrimônio líquido dividido pelo valor contábil do ativo total, ambos medidos em valores nominais ao final de cada período; (b) *tamanho (Tam)*, calculado através do logaritmo natural da Receita Líquida Operacional (LnREC), dada pela receita bruta deduzida dos impostos sobre vendas; (c) *liquidez em bolsa (LIQ)*, calculada diretamente pela Economática; e (d) *ADR*, dada pela variável dummy para a empresa que possui ADR (*American Depositary Receipt*), atribuindo 1 para as mesmas e zero para as demais. Como as empresas com negociação na bolsa americana possuem exigências de governança corporativa segundo a lei Sarbanes-Oxley e demais regras locais, pode haver relações dessas empresas com o valor e desempenho corporativo.

Além das variáveis de controle acima descritas, foram também consideradas variáveis *dummies* para cada ano e setor, com o objetivo de eliminar qualquer evento macroeconômico que possa influenciar a relação testada (OKIMURA, 2003; SARLO NETO, 2009). As *dummies* de setor (segundo classificação da Economática, com 20 categorias exceto o setor de finanças e seguros) foram utilizadas apenas em um dos métodos utilizados, por se tratar de variáveis fixas ao longo dos anos.

Como a pesquisa refere-se ao mercado brasileiro, as empresas participantes foram definidas através das seguintes condições: (1) companhias abertas não-financeiras negociadas na BOVESPA pois, segundo Claessens et al. (2002), o valor e a lucratividade de empresas financeiras é mais difícil de calcular e comparar com empresas de outros setores; (2) liquidez em bolsa maior do que 0,001%, de forma a eliminar empresas com liquidez muito baixa por possuírem menor probabilidade de cotações adequadas ao valor de mercado (OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004).

3.2 Modelagem

O conjunto de dados do trabalho constitui um agrupamento de dados em painel desequilibrado. Esses dados foram testados pelos métodos dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com abordagem Pooled, efeitos fixos e efeitos aleatórios. O primeiro trata os dados de séries temporais como diferentes empresas para cada período (LEE E RYU, 2003), e possui a deficiência de desconsiderar fatores não-observáveis que podem influenciar as relações testadas, podendo provocar incorreta identificação dessa relação (SARLO NETO, 2009).

Como é possível que esses fatores não observáveis específicos de cada empresa e que não variam ao longo do tempo estejam relacionados com a variável explicativa da equação, são utilizados modelos dos efeitos fixos e aleatórios para evitar que os coeficientes estimados sejam inconsistentes. O estimador de efeitos fixos usa uma transformação para remover o efeito não observado antes da estimação, removendo quaisquer variáveis explicativas constantes no tempo. Já o estimador para efeitos aleatórios é utilizado quando é esperado que o efeito não observado é não correlacionado com qualquer variável explicativa e, havendo bom controle na equação, espera-se que qualquer heterogeneidade que tenha sido negligenciada induza a uma correlação serial apenas no termo de erro (WOOLDRIDGE, 2006). As hipóteses de efeitos aleatórios ideais incluem todas as hipóteses de efeitos fixos mais o requisito adicional de que os erros não observáveis e constantes no tempo sejam independentes de todas as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2006).

Esses três métodos possuem então diferentes finalidades. Para identificar qual deles é o mais adequado, faz-se primeiramente o teste Breusch-Pagan do tipo Multiplicador de Lagrange para verificar se o método POOLED ou os efeitos aleatórios deve ser preferido. Sendo este último, é aplicado o teste de Hausman para verificar se o método dos efeitos fixos ou aleatórios é o mais adequado. As relações testadas seguem as seguintes equações:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 EP_{it} + \beta_2 EXC_{it} + \beta_3 GC_{it} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j dVC_{jit} + \sum_{\alpha=1}^6 \delta_{\alpha} da_t + \sum_{s=1}^{19} \varphi_s ds_{it} + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 EP_{it} + \beta_1 \cdot EP_{it}^2 + \beta_2 EXC_{it} + \beta_3 GC_{it} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j dVC_{jit} + \sum_{\alpha=1}^6 \delta_{\alpha} da_t + \sum_{s=1}^{19} \varphi_s ds_{it} + \varepsilon_i \quad (4)$$

Onde:

P: variáveis de valor e desempenho alternadas na equação (Q, VF, LOAT e LAJIRDA)
 EP: variáveis de estrutura de propriedade alternadas na equação (C.ORD1, C.TOT1, C.PREF1 e C.ORD23).

EXC: variável de estrutura de propriedade fixa na equação (EXC)

GC: variáveis *dummies* dos NDGC (N1, N2 e NM)

VC: variáveis de controle (EstCap, lnREC, LIQ e ADR)

da: variável *dummy* para cada ano

ds: variável *dummy* para cada setor, utilizada somente para o caso POOLED.

As relações testadas consideram ainda a possibilidade de uma relação com diferentes comportamentos em diferentes faixas de concentração (equação 4), já que pode haver pontos de inflexão na relação entre concentração e valor ou desempenho, como defendido por alguns autores como Thomsem e Pedersen (2000).

4. RESULTADOS

4.1 Análise dos Dados da Pesquisa

Para melhor analisar os dados da pesquisa, foram resumidas as informações obtidas para o valor e desempenho das empresas. O perfil médio da concentração acionária no Brasil também pode ser obtido através de um resumo das variáveis de concentração direta utilizadas no trabalho. Essas informações estão contidas na Tabela 1.

TABELA 1. VALOR, DESEMPENHO E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NO BRASIL.

Concentrações médias	Valor e desempenho				Estrutura de propriedade				
	Q	VF	LOAT	LAJIRDA	C.ORD1	C.TOT1	C.PREF1	C.ORD2,3	EXC
2003	0.917	0.721	0.019	0.109	61.83%	47.76%	29.15%	21.42%	0.45
2004	1.045	0.881	0.044	0.133	61.08%	47.89%	29.57%	21.83%	0.43
2005	1.155	0.964	0.025	0.105	59.90%	47.04%	28.40%	22.34%	0.41
2006	1.385	1.189	0.029	0.100	57.88%	45.66%	27.71%	21.69%	0.39
2007	1.589	1.414	0.041	0.092	54.40%	44.54%	27.60%	20.68%	0.31
2008	0.898	0.736	0.029	0.109	55.11%	46.09%	29.95%	21.06%	0.28
Média	1.165	0.984	0.031	0.108	58.37%	46.50%	28.73%	21.50%	0.378
Desvio	0.274	0.272	0.010	0.014	0.10%	1.31%	0.98%	0.59%	0.071

As variáveis dependentes de valor apresentam, em média, valores próximos ao ativo total. Nos anos de 2005 a 2007, observa-se que as empresas criaram valor, com indicadores acima de 1, com queda no ano de 2008 decorrente da crise iniciada no segundo semestre desse ano. As variáveis de desempenho, principalmente LAJIRDA, apresentam oscilações mais moderadas em relação à média, com melhor desempenho dado no ano de 2004, como possível recuperação da crise do ano anterior. As variáveis de valor possuem comportamentos mais uniformes entre si nos diferentes anos em relação às variáveis de desempenho.

Comparativamente aos estudos de Okimura (2003) e Silveira (2004), os indicadores de valores Q e VF aumentaram significativamente, pois as médias obtidas nestes trabalhos anteriores foram próximas de 0.68 e 0.57, respectivamente, no período de 1998 a 2002. Apesar da possível adoção de diferentes condições de *outliers* entre as pesquisas, essas diferenças sugerem que no período de análise mais recente as empresas aumentaram de valor. Os valores de LOAT foram um pouco maiores na presente pesquisa e os de LAJIRDA não tiveram mudanças significativas em relação a esses estudos anteriores. Pode-se concluir, desta forma, que o desempenho das empresas não teve alterações significativas entre os diferentes períodos, mas a percepção de valor das empresas pelo mercado aumentou.

Trabalhos anteriores referente a períodos até o ano de 2002 obtiveram concentrações de controle e totais mais elevadas. Okimura (2003) obteve concentrações médias de controle e totais do maior acionista (C.ORD1 e C.TOT1) de 76% e 54%, respectivamente, para o período de 1998 a 2002. Silveira (2004) obteve dados semelhantes. Estes trabalhos consideraram também as concentrações indiretas, como efeitos pirâmide e *cross-holding*, e utilizaram outra base de dados para a coleta de informações sobre a concentração acionária. Ainda assim, é possível considerar que houve redução da concentração

A evolução da governança corporativa das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA pode ser comparada às adesões aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC). A tabela 2 informa, a partir da amostra do trabalho, o número de empresas listadas e o percentual sobre o total de empresas da amostra para cada ano e nível.

TABELA 2. EMPRESAS DA AMOSTRA LISTADAS NOS NDGC DA BOVESPA

	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado		Total	
	n° empr.	% do total da amostra	n° empr.	% do total da amostra	n° empr.	% do total da amostra	n° empr.	% do total da amostra
2003	28	9.79%	4	1.40%	2	0.70%	34	11.89%
2004	30	10.53%	5	1.75%	6	2.11%	41	14.39%
2005	33	11.91%	9	3.25%	16	5.78%	58	20.94%
2006	32	10.92%	13	4.43%	40	13.65%	86	29.01%
2007	31	9.25%	17	5.07%	87	25.97%	135	40.29%
2008	31	9.25%	15	4.48%	95	28.36%	141	42.09%

As adesões iniciaram-se em 2001, sendo mais imediatas as adesões ao Nível 1. Essas adesões, porém, se estabilizaram a partir de 2005. As adesões ao Nível 2 foram crescentes, sendo entretanto as menos significativas dos segmentos. Destaca-se o aumento de empresas no Novo Mercado a partir principalmente de 2005, quando houve diversos *IPOs* (*Initial Public Offers*) e novos entrantes no mercado, que é o foco deste segmento. Ao final do período, mais de 40% das empresas da amostra estão listadas em um dos três segmentos, demonstrando a evolução da governança corporativa ao longo do período em estudo.

Para avaliar como as variáveis podem ser utilizadas nas regressões, foi verificada a existência de correlações entre elas através das correlações de Pearson. As variáveis de estrutura de propriedade possuem elevada correlação entre si, exceto a variável excesso de votos, que por isso não é alternada na equação. As variáveis de qualidade da GC e as variáveis de controle possuem baixa correlação entre si e com as variáveis de estrutura de propriedade. Além das análises das correlações, a multicolinearidade foi testada para todas as regressões através do teste FIV (Fator de Inflação de Variância), e os resultados médios obtidos foram inferiores a 2, não havendo multicolinearidade que comprometa as estimações.

4.2 Resultados das Regressões

Os resultados dos testes de Breusch-Pagan descartaram a hipótese nula em todos os casos, sugerindo o método dos efeitos aleatórios em relação ao método POOLED. Nos testes de Hausman, a hipótese nula foi rejeitada principalmente para as regressões envolvendo as variáveis de valor, indicando o método dos efeitos fixos como mais adequado, e não foi rejeitada para as variáveis de desempenho, com preferência pelos efeitos aleatórios.

A partir da análise dos resultados para cada variável dependente no período de análise, é possível compará-los com aqueles esperados descritos nas hipóteses do trabalho. A tabela a seguir apresenta de forma resumida esses resultados, considerando os resultados das regressões segundo os métodos mais adequados após os testes de Breusch-Pagan e Hausman.

TABELA 3. COMPARAÇÃO ENTRE OS RESULTADOS OBTIDOS E AS HIPÓTESES DO TRABALHO.

			Hipóteses		Resultados Obtidos							
			Valor e Desemp.		Q		VF		LOAT		LAJIRDA	
			Eq.3	Eq.4	Eq.3	Eq.4	Eq.3	Eq.4	Eq.3	Eq.4	Eq.3	Eq.4
EP	C.ORD1	Ha	-	+	+	+***	+	+***	+	-	+**	+
	C.ORD1^2	Ha'		-		***		***		+		+
	C.TOT1	Hb	-	+	+	**	+	***	+	-	+	+
	C.TOT1^2	Hb'		-		**		***		+		+
	C.PREF1	Hc	+	-	***	+	**	+	**	+	***	+
	C.PREF1^2	Hc'		+		-		-		+		+
	C.ORD2,3	Hd	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-
	C.ORD2,3^2	Hd'		-		-		-		-		+
	EXC	He	-		*	*	*	**	+	+	+	+
GC	N1	Hf	+		+	+	+	+	+	+	-	-
	N2		+		+	+	+	+	-	-	-	-
	NM		+		+	+	+	***	-	-	**	**

Notas: Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *10%, **5% e ***1%. Os espaços vazios são aqueles não aplicáveis à regressão para o EP alternado na equação.

Nas relações entre as variáveis dependentes e as variáveis de concentração, observa-se que houve resultados significativos conforme Ha' e Hb' para as relações dadas pela equação 4 entre valor e concentração de controle e total (C.ORD1 e C.TOT1), e conforme Hc na relação dada pela equação 3 entre as variáveis de valor e desempenho e a concentração das ações preferenciais (C.PREF1). Em relação à concentração de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas, os resultados não foram significativos e, na maioria dos casos, opostos às hipóteses Hd e Hd' . Para a variável excesso de votos, os resultados corroboram He nas relações com a variáveis de valor, mas sendo contrária com as de desempenho.

As relações entre valor e qualidade da governança coincidem com a hipótese Hf , porém os resultados são significativos apenas para a variável Novo Mercado (NM). No caso da relação com as variáveis de desempenho, as relações são contrárias e significativas também para NM, contrariando a hipótese Hf .

Estudos realizados no Brasil com períodos de análise anteriores ao da presente pesquisa, como os trabalhos de Okimura (2003), Silveira (2004), Dami et al. (2006) e Silveira et al (2007), encontraram alguns resultados similares. Para os resultados das relações entre estrutura de propriedade, valor e desempenho, os resultados de estudos como o de Okimura (2003), Silveira (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2007) encontraram resultados significativos entre a concentração do controle e valor da empresa, com relação quadrática positiva a concentrações moderadas e negativa em elevadas concentrações, coincidentes com os resultados da presente pesquisa. Dami et al. (2006) não encontrou resultados significativos para esta relação com a variável Q de Tobin. No caso das relações lineares, entretanto, esses

estudos anteriores sugerem uma relação negativa, enquanto o presente estudo sugere uma relação positiva, apesar de não significativa.

No caso da concentração total (C.TOT1), os resultados de pesquisas anteriores foram pouco significativos, com relação negativa e linear, enquanto no presente estudo essas relações são similares à concentração do controle. Thomsen e Pedersen (2000) encontram relação positiva até determinada faixa, a partir da qual os resultados não são mais significativos. Claessens et al. (2002) encontram relação positiva entre concentração total e valor, mas negativa quando o direito do controle excede o de fluxo de caixa. Os resultados da presente pesquisa são similares a estes estudos, que consideraram outros países. Os resultados para excesso de votos estão de acordo com aqueles obtidos nos trabalhos similares realizados no Brasil, sendo negativo com valor e positivo com desempenho. Os trabalhos de Claessens et al. (2002) e Lins (2003) também encontraram relação negativa entre excesso de votos e valor.

Os resultados para a qualidade da governança corporativa podem ser comparados ao trabalho de Leal e Carvalhal da Silva (2005) e Silveira et al. (2007), que também utilizaram a governança corporativa como variável independente juntamente com a estrutura de propriedade. Nesses trabalhos, a governança corporativa foi medida por um índice criado pelos autores. Os resultados indicavam relações significativas e consistentes entre esse índice e o Q de Tobin, sugerindo que melhores práticas de governança podem ser bem vistas pelo mercado e que isso tende a refletir no valor da empresa. Esses resultados também coincidem com os resultados dessa pesquisa para a relação entre GC e valor, principalmente entre Novo mercado e valor. Porém, a relação é negativa entre desempenho e Novo Mercado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve o objetivo de verificar a existência de relação significativa entre a estrutura de propriedade e governança corporativa e o valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto, negociadas na bolsa de valores do Brasil. Estudos anteriores já haviam testado relações similares, mas a maioria não considerou diretamente a qualidade da governança, considerando somente dados da estrutura de propriedade das empresas. Esses estudos, em sua maioria, incluem períodos com anos que antecederam uma série de mudanças no início desta década com reflexos no sistema de governança corporativa das empresas.

Comparando os dados entre a presente pesquisa e estudos anteriores, principalmente os de Okimura (2003), Silveira (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2007), que testaram relações similares para o período de 1998 a 2002, pode-se concluir que o desempenho das empresas não teve grandes alterações entre os diferentes períodos, mas a percepção de valor pelo mercado aumentou consideravelmente. Em paralelo, as concentrações de controle e propriedade reduziram, principalmente o excesso de votos. Essa redução pode estar relacionada às mudanças no contexto institucional brasileiro do início da década, que aumentaram a confiança tanto dos acionistas, mais dispostos a vender suas participações, quanto dos investidores externos, mais dispostos a comprá-las. Esse ciclo pode também ter refletido no valor das ações, com valores médios bem superiores ao de estudos anteriores.

Vários resultados encontrados nas relações testadas entre concentração e valor foram significativos. A concentração do controle possui relação quadrática com valor, sendo positiva até certa faixa e negativa em concentrações mais elevadas, similares a outros estudos realizados no Brasil. Esses resultados podem ser estendidos à concentração total e estão de acordo com a hipótese defendida neste trabalho, sugerindo que existe um efeito alinhamento predominante até certa faixa, a partir do qual há predominância do entrenchamento. Em relação às variáveis de desempenho, a concentração obteve relações positivas lineares com as concentrações de ações ordinárias, totais e preferenciais, principalmente para LAJIRDA, contrariando a hipótese nas duas primeiras concentrações. Não houve resultados significativos

para a concentração de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas. Quanto ao excesso de votos, os resultados indicam uma relação negativa com valor, mas positiva com desempenho. A pesquisa de Okimura (2003) também encontrou esses resultados.

Os resultados para a qualidade da governança corporativa com o valor das empresas é positivo para todos os métodos utilizados, porém no método dos efeitos fixos os resultados foram significativos apenas entre Q de Tobin e Novo Mercado. Estudos de Silveira (2004) e Silveira et al. (2007), que também consideraram a qualidade da governança das empresas além da estrutura de propriedade, encontraram relações positivas entre valor e o índice de governança utilizados em suas pesquisas. Esses resultados sugerem que a adesão aos níveis mais exigentes de governança da Bovespa tem influenciado o valor de mercado das empresas.

Entretanto, essas conclusões não podem ser estendidas para as variáveis de desempenho. Os resultados entre os segmentos de governança com o desempenho das empresas não foram significativos para os níveis 1 e 2, e foram significativos e negativos para o Novo Mercado e a variável LAJIRDA. Como a maioria das empresas listadas neste último segmento abriu capital a partir de 2005, com destaque aos anos de 2006 e 2007, uma possível explicação para essa relação negativa está no reflexo dos custos das operações de *IPOs* nos resultados dessas empresas nestes anos, seguida da crise mundial do segundo semestre de 2008, impactando negativamente o desempenho.

Não foi considerada no presente estudo a possibilidade das variáveis de valor e desempenho serem determinantes na estrutura de propriedade das empresas ou na qualidade da governança corporativa. Demsetz e Lehn (1985) e Demsetz e Villalonga (2001) destacam essa possibilidade de endogeneidade para a estrutura de propriedade. Entretanto, em testes já realizados no Brasil por Okimura (2003) e Silveira (2004), foi encontrada fraca ou nenhuma endogeneidade nessas relações. Também não foi considerado no trabalho os mecanismos de controle indiretos como esquemas piramidais e propriedade cruzada, mas apenas as chamadas concentrações diretas dos maiores acionistas. Apesar disso, esses mecanismos de controle são bem menos frequentes que a utilização de ações com diferentes direito de voto.

A presente pesquisa buscou acrescentar alguns resultados mais atuais à discussão de estrutura de propriedade e governança corporativa e as suas relações com o valor e desempenho corporativo. Novos estudos com outras variáveis de análise, principalmente para a variável de desempenho, e acrescentando as concentrações indiretas e outros mecanismos de governança, tais como Conselhos de Administração, podem contribuir com essa discussão.

REFERÊNCIAS

- ANG, J. S., COLE, R. A., LIN, J.W. Agency cost and ownership structure. *The Journal of Finance*. V. 55, n.1, p.81-106, Feb.2000.
- ALDRIGHI, D. M., MAZZER NETO, R. A estrutura de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia política*. São Paulo, v. 25, n.2, p. 115-137, Abr/Jun. 2005.
- ALMEIDA, J. C. G., SCALZER, R. S. e COSTA, F. M. Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. In: 6º Congresso USP Controladoria e Contabilidade. *Anais...* São Paulo, 2006.
- ANDRADE, A., ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2009. 584p.
- BERLE, A., MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

- BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. *Níveis de governança corporativa*. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 30/05/2009.
- BRASIL. Lei 10.303/2001. Altera e acrescenta dispositivos da lei n. 6.404/1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 18/05/2009.
- CHEN, H. HEXTER, J. L., HU, M. Y. *Management ownership and corporate value*. Managerial and Decision Economics. V. 14, n.4, p.335-346, Jul/Ago. 1993.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H., LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v.LVII, n.6, p.2741-2771, Dec.2002.
- CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Proteção e educação ao investidor – Cartilha*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 18/05/2009.
- DAMI, A. B. T., ROGERS, P., MENDES-DA-SILVA, W., RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Propriedade no Brasil: Evidências Empíricas no Grau de Concentração Acionária. In: VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. *Anais do VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade*. São Paulo: FIPECAFI, 2006.
- DEMSETZ, H., LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v.93, .6, p.1155-1177, Dec. 1985.
- DEMSETZ, H., VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, v.7, n.3, p.209-233, Sep. 2001.
- GEDAJLOVIC, E. R., SHAPIRO, D. M. Management and ownership effects: evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, v.19, n.6, p.533-553, Jun.1998.
- GIBSON, M. S. Is corporate governance ineffective in emerging markets? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 1, p. 231 -250, Mar. 2003.
- GRIFFITH, J. *CEO ownership and firm value*. Managerial and Decision Economics, v. 20, n. 1, p. 1-8, Feb. 1999.
- IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa*. Edição revisada, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 13/03/2009.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, Jul. 1976.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec, 1998.
- LEAL, R. P., CARVALHAL DA SILVA, A.; *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)*. InterAmerican Development Bank Research Network Working paper R-514, 2005. Disponível em http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514.
- LEE, S-M, RYU, K. *Management ownership and firm's value: an empirical analysis using panel data*. Discussion paper n. 593. ISER, Osaka University and Department of Economics Seoul National University. Aug. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=444420>>. Acesso em: 23/05/2009.
- LINS, K. V. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, p. 159 -184, Mar. 2003.

- MACEDO, M. A. S., SIQUEIRA, B. S. Estudo da governança corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002 a 2005. In: *Anais...VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade*, 2006, São Paulo.
- OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. São Paulo. Dissertação (mestrado) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.
- OKIMURA, R. T., SILVEIRA, A. M., ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, v.1, n.1, art.8, p.119-135, 2007. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: 10/02/2009.
- PEDREIRA, E. B., SANTOS, J. O. Análise da relação entre o índice de governança corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros. In: *Anais...VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade*, 2006, São Paulo. *Anais do VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade*. São Paulo: FIECAFI, 2006.
- SARLO NETO, A. *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. São Paulo. Tese (doutorado) - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2009.
- SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v.52, 1997.
- SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo. Dissertação (mestrado) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002.
- SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. São Paulo. Tese (doutorado) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. M., LEAL, R. P. C., CARVALHAL DA SILVA, A. L., BARROS, L. A. B. C. *Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil*. Working Paper Series, Jun. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=995764>>. Acesso em: 23/05/2009.
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T. Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, Vol. 21, n. 6, pp. 689-705, Jun. 2000.
- WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- ZINGALES, L. *Corporate governance*. NBER Working Paper Series, n. 6309, Dec. 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6309>>. Acesso em: 29/08/2009.