



VALOR E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

VALUE AND PRACTICES OF CORPORATE GOVERNANCE OF LISTED COMPANIES IN BM&FBOVESPA

VALOR Y PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN LA BM&FBOVESPA

DOI: <http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v5n3p26-41>

Carla Carolinne dos Santos Silva
Mestra em Administração (UFPB)
Email: carlacarolines@gmail.com

Orleans Silva Martins
Doutor em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN)
Professor Adjunto da Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Endereço: Campus Universitário I – CCSA – Jardim Cidade Universitária
58.059-900 – João Pessoa/PB, Brasil
Email: orleansmartins@yahoo.com.br

RESUMO

Este estudo teve o objetivo de verificar a relevância das práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA na explicação das variações do valor das empresas. A partir de uma revisão de literatura acerca do *value relevance* da informação financeira e das práticas diferenciadas de governança corporativa exigidas pela BM&FBOVESPA, foram analisadas as empresas do Índice Brasil (IBrX) no período de 2010 a 2012. Seus dados foram extraídos dos relatórios de administração e formulários de referência das empresas e na base de dados do Economática. Por meio de uma análise de regressão foi possível observar que 6 das 13 práticas de governança foram significativas na explicação do valor. As práticas que se destacaram negativamente foram: (i) esforço de dispersão acionária, (ii) limitação de voto inferior, quórum qualificado e “cláusulas pétreas” e (iii) mínimo de 5 membros no conselho (com 20% independentes). Positivamente se destacaram: (iv) demonstrações financeiras traduzidas para o inglês, (v) oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico e (vi) adesão à câmara de arbitragem. Como principais contribuições deste estudo se destacam as evidências de *value relevance* dessas práticas, em que três indicam relação inversa com o valor, denotando que podem não estar adequadas aos fins da criação de valor aos acionistas.

Palavras-chave: Melhores práticas. Governança corporativa. *Value relevance*.

ABSTRACT

This study aimed to verify the relevance of the differentiated corporate governance practices of the BM&FBOVESPA in explaining the market value variations of the companies. Based on a literature review on the value relevance of financial reporting and the differentiated corporate governance practices required by BM&FBOVESPA were analyzed companies in

Recebido em 30.11.2014. Revisado por pares em 21.01.2015. Reformulações em 26.01.2015 e 26.04.2015. Recomendado para publicação em 28.04.2015. Publicado em 06.07.2015



Licensed under a Creative Commons Attribution 3.0 United States License

the Brazil Index (IBrX) in the 2010-2012 period. Your data were extracted from financial reports and reference forms of enterprises and on Economatica database. Through a regression analysis, it was observed that 6 of the 13 governance practices were significant in value explanation. The practices that stood out negatively were: (i) share dilution effort, (ii) lower voting limitation, qualified quorum and "stone clauses" and (iii) a minimum of 5 members on the board (with 20% independent). Positively stood out: (iv) financial statements translated into English, (v) public offering of stocks at least the economic value and (vi) membership of the arbitration chamber. The main contributions of this study highlight the evidence of value relevance of these practices, in which three indicate an inverse relationship with the value, denoting that may not be appropriate for the purposes of creating shareholder value.

Keywords: Best practices. Corporate governance. Value relevance.

RESUMEN

Este estudio tuvo como objetivo verificar la relevancia de las prácticas diferenciadas de gobierno corporativo de la BM&FBOVESPA en la explicación de las variaciones del valor de mercado de las empresas. Basado en una revisión de la literatura sobre la relevancia del valor de la información financiera y las prácticas diferenciadas de gobierno corporativo exigidos por la BM&FBOVESPA se analizaron las compañías del Índice Brasil (IBrX) en el período 2010-2012. Sus datos fueron extraídos de los informes de gestión y formas de referencia y en la base de datos de Economatica. A través de un análisis de regresión se observó que 6 de las 13 prácticas de gobierno fueron significativas en la explicación de valor. Las prácticas que se destacaron negativamente fueron: (i) esfuerzo de dilución de acciones, (ii) la limitación inferior de votación, quórum calificado y "cláusulas de piedra" y (iii) un mínimo de 5 miembros en el tablero (con 20% independiente). Positivamente se destacaron: (iv) los estados financieros se traducen en Inglés, (v) la oferta pública de acciones, al menos, el valor económico y (vi) miembros de la cámara de arbitraje. Las principales aportaciones de este estudio ponen de manifiesto la evidencia de la relevancia del valor de estas prácticas, en la que tres indican una relación inversa con el valor, lo que denota que pueden no ser apropiados para los fines de la creación de valor para los accionistas.

Palabras-clave: Buenas prácticas. Gobierno corporativo. *Value relevance*.

1 INTRODUÇÃO

Diante das ênfases comumente dadas às pesquisas em finanças e áreas afins, é o estudo dos mercados de capitais que, de acordo com Sarlo Neto *et al.* (2005), possui posição de destaque. As pesquisas realizadas nesse âmbito começaram a ser desenvolvidas a partir da década de 1960, acompanhando o desenvolvimento das primeiras Teorias de Finanças (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Muitas dessas pesquisas têm se voltado à discussão acerca da importância da informação financeira para o desenvolvimento do mercado de capitais (MACEDO *et al.*, 2011), tendo em vista que a literatura subjacente, segundo Santos *et al.* (2010), tem relatado várias constatações sobre a relevância e as consequências econômicas da informação financeira nesse cenário.

Os estudos realizados nesse âmbito utilizam variáveis econômicas e financeiras com a finalidade de explicar como se comporta o preço das ações, verificando, por meio de análises estatísticas, se determinadas informações são relevantes para o mercado de capitais (WATTS; ZIMMERMAN, 1986), tendo como variável dependente o preço das ações e como variáveis independentes as informações econômicas e financeiras acerca, principalmente, do lucro e do patrimônio líquido (BROWN; LO; LYS, 1999). Desse modo, entende-se por relevância de uma informação a sua capacidade de influenciar os preços das ações (FRANCIS; SHIPPER,

1999). Barth, Beaver e Landsman (2001) ratificam que uma informação tem *value relevance*, ou seja, tem relevância, quando está associada ao valor de mercado da empresa.

Paralelo a isso, diante do crescimento do mercado de capitais, gerado pela expansão das empresas existentes, pela abertura de capital de novas empresas e pelas negociações de suas ações, o que se tem observado de forma cada vez mais comum é a conseqüente separação entre a propriedade e o controle da empresa, fenômeno que dá espaço ao denominado conflito de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), decorrente do conflito de interesses existente entre o proprietário (principal) e o gestor (agente), tendo em vista que ambas as partes dessa relação são maximizadoras de utilidade e tendem a priorizar sua própria utilidade.

É nesse contexto de conflito de interesses, no qual o destino das companhias é traçado, que surge a governança corporativa, como forma de alinhar os interesses corporativos dos proprietários, gestores e dos demais participantes de uma empresa. A governança corporativa é conceituada por Shleifer e Vishny (1997) como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores (proprietários) garantem a obtenção do retorno sobre seu investimento, uma vez que os benefícios que podem ser adquiridos por parte dos gestores ou acionistas controladores (assumindo que são maximizadores de utilidade) podem reduzir a riqueza dos demais proprietários, devido à sua posição privilegiada na empresa (LA PORTA *et al.*, 2000).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2013) afirma que a governança corporativa se preocupa em criar um conjunto de mecanismos eficientes, tanto de incentivo quanto de monitoramento, com a finalidade de assegurar que o comportamento dos gestores (agente) esteja sempre de acordo com o interesse dos acionistas (principal). Nesse sentido, a boa governança proporciona aos proprietários a gestão estratégica de suas empresas e o monitoramento das ações da direção executiva. Para isso, utiliza ferramentas capazes de assegurar o controle da propriedade sobre a gestão, sendo as principais: o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal (IBGC, 2015).

Nesse sentido, Lopes (2001) afirma que desde os primeiros estudos em governança corporativa o papel da Contabilidade tem sido reconhecido e considerado fundamental, tanto no que tange o estabelecimento de contratos entre os proprietários e os gestores, quanto como importante redutora de assimetria informacional, pois é a principal fonte de informações financeiras das empresas. Isso é ratificado por Beiruth *et al.* (2014) quando observam que a governança corporativa está intimamente ligada ao *disclosure* de informações tempestivas e fidedignas. Sendo assim, para o IBGC (2015), a governança corporativa adota como linhas mestras conceitos relacionados à Contabilidade, tais como: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, como meio de explicar e solucionar os conflitos existentes entre os interesses dos usuários das informações.

Isso é ratificado por Martins e Paulo (2014) quando observam que os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA surgiram como forma de comparar a credibilidade dos mecanismos de redução de assimetria de informação existentes entre as companhias de capital aberto no Brasil. Nesses níveis diferenciados são listadas as empresas que adotam melhores práticas de governança, de forma adicional àquelas que são exigidas pela legislação brasileira. Dessa forma, uma vez que esses mecanismos têm a finalidade de reduzir a assimetria de informação, torna-se pertinente o estudo da relevância dessas práticas diferenciadas em relação ao valor das empresas. Com base nisso, surge o problema desta pesquisa: qual é o *value relevance* das práticas de governança corporativa na explicação do valor das empresas no Brasil? Nesse sentido, este estudo tem como objetivo verificar a relevância das práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA na explicação das variações do valor das empresas.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 *Value Relevance* da Informação Financeira

De acordo com Holthausen e Watts (2001), estudos sobre *value relevance* podem ser classificados como *marginal information content studies* (estudos de conteúdo informacional marginal), uma vez que investigam se determinado valor proporciona maior poder informacional aos investidores em relação às informações disponíveis. Para os autores, o interesse é avaliar se determinada informação está relacionada às alterações de preço dos ativos. Segundo Martins, Machado e Machado (2013), as pesquisas realizadas nesse sentido assumem a Hipótese de Mercados Eficientes – HME – (FAMA, 1970) ao considerarem que todas as informações relevantes são absorvidas pelo mercado de capitais. Do mesmo modo, pressupõe-se que isso aconteça com as informações financeiras relacionadas às práticas de governança corporativa.

Para Lopes, Santana e Costa (2007) esses estudos foram realizados desde seu surgimento, na década de 1960 em países desenvolvidos, por considerarem que o mercado dos países emergentes era pouco eficiente quando se tratava de refletir as informações financeiras, tendo-se como exemplo os estudos de Burgstahler e Dichev (1997) e Beaver (1998). Entretanto, outros estudos revelam que a relevância dessas informações é influenciada por características específicas das empresas, do mercado de capitais e do ambiente legal dos países, independentemente de o mercado ser mais desenvolvido ou não (ALFORD *et al.*, 1993; JOOS; LANG, 1994; MUELLER; GERONON; MEEK, 1994; ALI; HWANG, 2000). No Brasil, entre as pesquisas que abordam o *value relevance* se destacam Lopes (2001), Sarlo Neto (2004), Galdi e Lopes (2008), Malacrida (2009), Martins, Machado e Machado (2013) e Girão, Martins e Paulo (2014).

Ao tratar do impacto das características das empresas no valor de mercado, Sarlo Neto (2009) investigou a influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas companhias de capital aberto no Brasil no período de 2000 a 2006, considerando a adoção das práticas de governança corporativa como redutoras da influência da concentração de votos e da divergência entre direitos sobre a informatividade dos lucros contábeis. Os resultados encontrados apontam que determinadas características de estrutura possuem uma influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. A pesquisa confirma indiretamente a influência do ambiente de governança corporativa do mercado brasileiro sobre a informatividade dos lucros contábeis, ou seja, a relevância dessas práticas na alteração do valor de mercado das empresas, ainda que de forma contrária ao que é encontrado no mercado americano de capitais (influência positiva).

Hung (2001), ao realizar sua pesquisa em 21 países, afirma que a diferença entre o valor de relevância da informação financeira encontrada se dava pela proteção legal que era dada aos acionistas. Nos países onde há uma fraca proteção legal para os acionistas, o uso da informação financeira é relacionado negativamente ao valor de mercado das companhias, o que não acontece em países que possuem uma maior proteção aos acionistas, onde o uso é relacionado positivamente. No Brasil, considerado um país com fraca proteção legal, segundo Beiruth *et al.* (2014) a governança corporativa fornece aos investidores e demais usuários das informações contábeis uma série de garantias e informações adicionais. Com isso, ela ocupa importante papel no monitoramento dos direitos dos acionistas.

Dado o valor de relevância que as informações financeiras possuem perante o mercado de capitais, considera-se também importante a análise da contribuição das práticas de governança corporativa das companhias, visto representarem instrumentos capazes de reduzir os conflitos de agência (MARTINS; PAULO, 2014). É nesse contexto que se apresenta esta pesquisa, que busca analisar a relevância da informação no mercado de capitais,

especialmente no que tange às práticas diferenciadas de governança corporativa exigidas pela BM&FBOVESPA para listagem das empresas em seus níveis diferenciados.

2.2 Governança Corporativa

A governança corporativa é um conjunto de mecanismos utilizados com a finalidade de garantir aos investidores o retorno sobre seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997) e assim otimizar o desempenho das companhias. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2015), a governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Dessa forma, a governança corporativa, frente aos conflitos de agência em que os interesses dos gestores por vezes divergem dos interesses dos proprietários da empresa, utiliza-se de mecanismos que permitem controlar e monitorar as negociações com a finalidade de proteger e assegurar que o comportamento dos gestores esteja simétrico às expectativas dos proprietários.

Klapper e Love (2002) relacionam a qualidade da governança corporativa com o valor de mercado das empresas em 14 países emergentes utilizando o índice de governança corporativa do banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA) e encontram uma correlação positiva entre as variáveis. Black *et al.* (2006) ratificam essas evidências ao relacionarem a governança corporativa ao valor de mercado de empresas na Coreia do Sul, oferecendo indícios de que as práticas de governança corporativa podem gerar uma influência positiva no valor de mercado das empresas em países emergentes.

No Brasil, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) buscaram uma relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor de mercado por meio de um índice de governança e encontram indícios de que o efeito das práticas alternativas de governança é significativo sobre o valor das empresas. Evidências semelhantes foram encontradas por Silveira, Barros e Famá (2006) junto a 154 empresas, identificando uma relação positiva e significativa de influência da governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas. Essas evidências empíricas apontam que a qualidade de governança implica em maior valor, o que leva a inferir que a governança corporativa é *value relevant*.

Com o objetivo de implementar melhores níveis de governança corporativa no Brasil, a BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), em que são listadas as empresas que atendem às práticas de qualidade diferenciadas, dos quais o Novo Mercado é aquele que estabelece um nível de governança corporativa mais alto, ao ponto que se tornou o padrão de governança e transparência exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital (BM&FBOVESPA, 2015). Nesse sentido, Nascimento *et al.* (2013) observam que, no Brasil, a necessidade de prover informações mais transparentes e fidedignas, de modo a atender aos padrões internacionais de Contabilidade, foi um fator motivador à adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias, especialmente no que se refere ao segmento Novo Mercado.

Para ser listada nesse segmento, a empresa precisa adotar um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, como também maior transparência e abrangência na divulgação de informações financeiras. No Quadro 1 são apresentadas as práticas de governança corporativa relacionadas aos direitos dos acionistas e à estrutura de governança, estipuladas pela BM&FBOVESPA para as empresas do Novo Mercado.

Quadro 1 – Práticas diferenciadas de governança corporativa.

Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa	
Características das ações emitidas	Somente Ações ON.
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	Mínimo 25% de <i>free float</i>
Distribuições públicas de ações	Esforço de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e 'cláusulas pétreas'
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos)
Vedação à acumulação de cargos	Vedação à acumulação de cargos
Obrigações do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.
Concessão de Tag Along	100% para ações ON
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2015).

No que diz respeito aos outros segmentos, as companhias listadas no Nível 1 devem adotar práticas que facilitem a transparência e o acesso às informações para os investidores, devem divulgar informações adicionais às exigidas por lei, por exemplo, como o calendário anual de eventos corporativos, de modo que favoreça a transparência e o acesso às informações por parte dos investidores. O Nível 2 é similar ao Novo Mercado, possuindo algumas exceções, como: é permitido a emissão de ações preferenciais (PN) e o *tag along* de no mínimo 80% (BM&FBOVESPA, 2015). O Novo Mercado é, portanto, o nível de listagem mais robusto no que diz respeito à implementação das práticas de governança corporativa, deste modo, é usado como parâmetro para a análise das melhores práticas de governança corporativa aplicadas às empresas neste estudo.

3 METODOLOGIA

Para a realização deste estudo foi estabelecida uma amostra composta pelas empresas integrantes do Índice Brasil (IBrX), no qual são listadas as 100 empresas mais líquidas do período, ao longo dos anos de 2010 a 2012. A definição dessa amostra se deu devido à utilização da variável dependente “valor de mercado”, que tem estimação mais robusta para as empresas que possuem maior liquidez. Ainda, Dalmácio (2009) aponta que no Brasil há relação entre a liquidez e as práticas de governança corporativa. Dessa forma, foram mantidas na amostra apenas as empresas presentes nos três anos analisados, tendo em vista a formação de um painel balanceado. Assim, foram analisadas 219 observações anuais.

As informações referentes ao cumprimento das práticas de governança corporativa foram obtidas a partir dos respectivos formulários de referência obtidos nos sites das empresas ou da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados relativos ao valor de mercado das empresas foram extraídos da base de dados da Economatica, tendo como parâmetro o preço de fechamento de suas ações no último dia útil de cada ano. Com isso, os dados foram tabulados em planilhas eletrônicas e analisados com o auxílio de um *software* estatístico.

Para investigar a possível influência no valor de mercado (variável dependente) das empresas pelas práticas diferenciadas de governança corporativa (variáveis independentes) foi realizada uma análise de uma regressão linear múltipla, utilizando dados empilhados, com o objetivo de explicar a relação existente entre as variáveis, conforme a Equação 1.

$$\gamma = \alpha + \beta \cdot |x| + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que, γ é a variável dependente, α é a constante, β o coeficiente de inclinação da equação, $|x|$ são as variáveis explicativas e ε_i corresponde ao resíduo do modelo.

Utilizou-se como base para identificar a utilização das práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas as práticas exigidas pela BM&FBOVESPA para as empresas do Novo Mercado, que são consideradas as melhores práticas de governança corporativa, conforme resumido no Quadro 2.

Quadro 2 – Práticas diferenciadas de governança corporativa.

<p>Somente Ações ON? Mínimo de 25% de <i>free float</i>? Esforço de dispersão acionária? Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e 'cláusulas pétreas'?' Mínimo de 5 membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos)? Vedação à acumulação de cargos? Divulga política de negociação de ações? Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês? Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos? Divulgação adicional de informações? Concessão de <i>tag along</i> de 100% para ações ON? Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico? Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado?</p>
--

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2015).

Para classificar se as companhias adotam ou não cada prática de governança acima, utilizou-se na análise de regressão um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), atribuindo-se 1 para aquelas empresas que atenderam determinada prática e 0 para as empresas que não. Para verificar se a regressão estimada não era espúria, foi analisada a existência de autocorrelação, de heterocedasticidade, como também a significância da regressão e seu coeficiente de determinação, todos a um nível de significância de 5%. Com isso, pôde-se verificar que a regressão não era espúria.

Ademais, destacam-se as limitações deste estudo. Por um lado, a amostra utilizada, que concentra apenas as empresas com maior liquidez. Por outro lado, os modelos estatísticos utilizados, que representam apenas uma aproximação de uma complexa realidade. Portanto, seus resultados não devem ser estendidos a todo o mercado brasileiro, limitando-se à amostra utilizada durante o período analisado. Todavia, atenta-se que tais limitações não invalidam o estudo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

Por meio da investigação das práticas de governança corporativa exigidas pela BM&FBOVESPA às empresas pertencentes ao Novo Mercado, pode-se observar que, de acordo com a Tabela 1, em média as empresas listadas no IBrX nos anos de 2010 a 2012 atenderam a maioria das práticas de governança, com exceção daquelas práticas que ainda vão de encontro às características intrínsecas do mercado brasileiro, como é o caso da emissão

exclusiva de ações ordinárias (ON), em que o mercado é caracterizado pela forte concentração das ações com direito a voto e pela pulverização do capital por meio de ações sem direito a voto (CARVALHO, 2002; DENARDIN, 2007). Ainda assim, mais de 60,00% das empresas listadas no índice, nos três anos observados, emitiram apenas ações com direito a voto, esse número se mantém praticamente constante no período observado. Esse resultado deve-se ao fato de que, segundo a BM&FBOVESPA (2015), apenas as empresas listadas no Novo Mercado são obrigadas a aderir a essa prática.

Os resultados apontam ainda que a prática D (Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”) também não possui um número considerável de adesões quando comparada às demais, entretanto, a adoção dessa prática é observada em 65,00% das empresas listadas. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que apenas as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 são obrigadas a cumpri-la, de acordo com a BM&FBOVESPA (2015).

Tabela 1 – Adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa. 2010-2012.

Práticas de Governança Corporativa	2010		2011		2012	
	N	%	N	%	N	%
(A) Somente Ações ON	45	61,64	47	64,38	48	65,75
(B) Mínimo de 25% de <i>free float</i>	71	97,26	71	97,26	71	97,26
(C) Esforço de dispersão acionária	64	87,67	65	89,04	66	90,41
(D) Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”	48	65,75	50	68,49	50	68,49
(E) Mínimo de 5 membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos)	55	75,34	58	79,45	58	79,45
(F) Vedação à acumulação de cargos	65	89,04	71	97,26	71	97,26
(G) Divulga política de negociação de ações	64	87,67	69	94,52	70	95,89
(H) Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês	66	90,41	71	97,26	71	97,26
(I) Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	72	98,63	73	100	71	97,26
(J) Divulgação adicional de informações	67	91,78	72	98,63	72	98,63
(K) Concessão de <i>tag along</i> de 100% para ações ON	55	75,34	55	75,34	56	76,71
(L) Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	53	72,60	53	72,60	54	73,97
(M) Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	51	69,86	53	72,60	57	78,08

Fonte: Dados da pesquisa.

As demais práticas, como se pode observar na Tabela 1, são adotadas por mais de 70,00% das empresas. Dentre estas, as práticas mais adotadas no período observado são: as práticas B (Mínimo de 25% de *free float*), I (Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos) e J (Divulgação adicional de informações), com uma adesão de 97,26%, 98,63% e 96,34%, respectivamente. No que diz respeito a essas três práticas, esse resultado muito provavelmente está relacionado ao fato de que todas as companhias listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado são obrigadas a adotá-las. O resultado leva a inferir que 97,26% das empresas mais líquidas no período possuem no mínimo 25% de suas ações em circulação. 98,63% realizam reunião pública anual e emitem um calendário de eventos corporativos e, ainda, 96,34% delas divulgam informações adicionais, como política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.

No geral, os resultados refletem as características do mercado brasileiro, como: concentração de controle nas mãos de poucos investidores, alto índice de emissão de ações preferenciais e fraca proteção aos investidores minoritários, que não são observadas em mercados desenvolvidos. Ainda, a maior parte das companhias listadas no índice pertence ao Novo Mercado (único nível que tem a obrigação de adotar todas as melhores práticas de governança corporativa). Todavia, vale salientar que apesar do grande número de empresas do

Novo Mercado no índice, as mais líquidas não estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa (como a Petrobrás e a Ambev) ou estão listadas apenas no nível mais baixo (Nível 1), como é o caso da Vale, do ItauUnibanco e do Bradesco, conforme Tabela 2.

Tabela 2 – Cinco empresas mais líquidas. 2010-2012.

Empresas	Segmento de listagem
Ambev	Tradicional
Petrobrás	Tradicional
Vale	Nível 1
ItauUnibanco	Nível 1
Bradesco	Nível 1

Fonte: Dados da pesquisa.

A adoção de determinadas práticas por parte das empresas não listadas no nível mais elevado de governança corporativa (Novo Mercado) se dá de forma facultativas por essas empresas, o que justifica o fato de as empresas não estarem nesse segmento mas atenderem à cada uma dessas práticas.

Quanto ao valor de mercado médio das empresas, a Tabela 3 demonstra que ele não sofreu grandes alterações durante os anos observados, o que pode ser explicado pelo fato de que as empresas não apresentaram individualmente grandes oscilações em seus valores, haja vista que a amostra foi composta por um painel balanceado de empresas do IBrX.

Tabela 3 – Valor de mercado das companhias. 2010-2012.

Ano	Média*	Mediana*
2010	7,4129	6,9171
2011	7,3539	6,8332
2012	7,3934	6,8883

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: * Log (valor de mercado).

Observou-se, ainda, que não houve a mudança de segmento de governança corporativa ao longo dos anos analisados por parte das empresas desta amostra.

4.2 Relação entre as Variáveis

Para investigar a relação existente entre as práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias com seu valor de mercado, foi estimada uma regressão linear múltipla. Para assegurar que a regressão não fosse espúria, foram examinadas a existência de autocorrelação, de heterocedasticidade e de multicolinearidade, como também a significância e o coeficiente de determinação da regressão.

Não foi observada presença de autocorrelação entre os resíduos (*Durbin-Watson* = 1,933). A hipótese nula de existência de homocedasticidade do teste de *White* não foi rejeitada ($\chi^2 < 43,773$). A matriz de correlação demonstrou que o maior coeficiente de correlação se deu entre as práticas “Somente Ações ON” e “Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado” (0,6411). Segundo Brooks (2008), quando o coeficiente é inferior a 0,8 a multicolinearidade não apresenta problema ao modelo estimado. A hipótese nula de não significância do modelo de regressão foi rejeitada, uma vez que a regressão estimada, de forma geral, apresentou-se significativa ao nível de 1% ($F = 7,984$), inferindo que o modelo é significativo estatisticamente. O teste de Doornik-Hansen indicou que os resíduos do modelo são normalmente distribuídos ($\chi^2 = 1,510$, $p = 0,470$). E a regressão apresentou um coeficiente de determinação de 0,336, indicando que cerca de 33,6% das variações da variável dependente podem ser explicadas pelas variáveis independentes contidas no modelo.

A partir dos resultados da regressão, pode-se observar que 6 das 13 variáveis independentes apresentaram significância estatística, sendo 3 delas ao nível de 5% e outras 3 a 1%, indicando forte influência sobre as variações do valor de mercado das empresas. As variáveis significativas relacionadas aos direitos dos acionistas e à estrutura de governança foram: (i) esforço de dispersão acionária; (ii) limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”; (iii) mínimo de 5 membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos); (iv) demonstrações financeiras traduzidas para o inglês; (v) oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico; e (vi) adesão à câmara de arbitragem do mercado, conforme Tabela 4.

Tabela 4 – Resultado da regressão linear para a variável dependente Valor de Mercado. 2010-2012.

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Signif.
Constante	7,6552	0,3721	20,571	0,0000
(A) Somente Ações ON	0,0357	0,1155	0,3093	0,7574
(B) Mínimo de 25% de <i>free float</i>	-0,1323	0,2723	-0,4859	0,6275
(C) Esforço de dispersão acionária	-0,4319	0,1526	-2,8291	0,0051***
(D) Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”	-0,6715	0,2479	-2,7081	0,0073***
(E) Mínimo de 5 membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos)	-0,4302	0,1413	-3,0441	0,0026***
(F) Vedação à acumulação de cargos	0,2993	0,2883	1,0383	0,3003
(G) Divulga política de negociação de ações	-0,0433	0,2066	-0,2095	0,8342
(H) Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês	0,3409	0,1625	2,0968	0,0372**
(I) Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	-0,2334	0,2974	-0,7847	0,4335
(J) Divulgação adicional de informações	-0,1789	0,2442	-0,7325	0,4647
(K) Concessão de <i>tag along</i> de 100% para ações ON	-0,1869	0,1415	-1,3204	0,1881
(L) Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	0,3787	0,1559	2,4286	0,0160**
(M) Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	0,3850	0,1732	2,2228	0,0273**
R ²	0,336	Durbin-Whatson		1,933
Estatística F	7,984	White (χ^2)		37,734

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: ** Significante a 5%; *** Significante a 1%.

Sobre a intensidade dos parâmetros estimados (coeficientes), partindo-se do pressuposto de que existe uma influência positiva e significativa das práticas diferenciadas de governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas (KLAPPER; LOVE, 2002; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; BLACK *et al.*, 2006). O coeficiente da variável C (Esforço de dispersão acionária) contrariou tal suposição, revelando que as empresas que adotaram o esforço de dispersão acionária tendem a ter seu o valor de mercado 43,19% menor do que as empresas que não adotam tal prática.

O resultado sugere que as empresas que possuem o capital concentrado nas mãos de poucos investidores são mais valorizadas, quando comparadas àquelas que buscam dispersar seu capital, provavelmente devido ao fato de que no mercado brasileiro é comum que a maior parte de suas empresas esteja sob o controle de grupos familiares, onde existe alta dispersão de ações sem direito a voto, com o objetivo de suprir as necessidades financeiras das empresas, sem que seja preciso perder o controle sobre elas (CARVALHO, 2002).

O coeficiente da variável D (Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”) também se contrapõe à suposição inicial, sugerindo que a adoção de vedações a disposições estatutárias por parte das empresas tende a apresentar um valor de mercado 67,15% menor do que as demais empresas. Esse resultado corrobora Carvalho (2002) ao enfatizar que a base da atrofiado no mercado de capitais no Brasil está no

baixo nível de proteção aos acionistas minoritários, sendo esses os principais conflitos de agência encontrados no país.

O coeficiente da variável E (Mínimo de 5 membros no conselho, sendo 20% independentes com mandato unificado de até 2 anos) também contraria a literatura, indicando que as empresas que adotaram um mínimo de 5 membros no conselho, sendo destes 20% independentes e com mandato unificado de até 2 anos, tendem a ter seu valor de mercado 43,02% menor, quando comparado às demais empresas. Os resultados encontrados também podem ser atribuídos às características do mercado brasileiro, onde se observa menor participação de membros independentes nos conselhos (DUTRA; SAITO, 2002) e um predomínio de acionistas majoritários e executivos da própria empresa assumindo esses cargos (DUTRA; SAITO, 2002; SCHIEHL; SANTOS, 2004).

Os resultados apontam que, levando em conta as variáveis supracitadas, ainda que de forma negativa, as práticas C (Esforço de dispersão acionária), D (Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”) e (Mínimo de 5 membros no conselho, sendo 20% independentes com mandato unificado de até 2 anos) possuem *value relevance*, ou seja, possuem reflexos significantes no valor das empresas. A influência negativa dessas variáveis pode ser explicada, de acordo com Hung (2001), ao apontar que a diferença do valor de relevância da informação contábil se dá pela proteção que é oferecida aos acionistas, afirmando que nos países onde há uma fraca proteção legal aos acionistas, como é o caso do Brasil, o uso da contabilidade é negativamente relacionado ao valor de mercado.

O resultado também pode ser explicado pelo fato de que as empresas mais líquidas listadas no IBrX não pertencem ao nível Novo Mercado da BM&FBOVESPA, de modo que não atendem a todas as práticas impostas aquelas que estão inseridas nesse nível, como é o exemplo da Petrobrás, do Bradesco, da Ambev, da Vale e do ItauUnibanco, que adotam suas próprias práticas de governança, e que podem ser diferentes daquelas exigidas pela BM&FBOVESPA no Novo Mercado. Desse modo, a influência de características intrínsecas do mercado de capitais brasileiro pode ter levado a diferir os resultados daqueles esperados.

Na sequência, a adoção da prática H (Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês) indica que a divulgação dos demonstrativos financeiros traduzidos para o inglês é relacionada positivamente ao valor de mercado, o que leva a inferir que ao adotar essa prática as empresas tendem a apresentar um valor de mercado 34,09% maior que àquelas que não adotam. A adoção da prática L (Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico), segundo as observações do coeficiente, também sugere uma relação positiva com a variável dependente, ou seja, quando a empresa adota a prática da oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico, seu valor de mercado tende a ser 37,87% maior em relação às empresas que não a adotam. Uma relação positiva também é encontrada na adoção da prática M (Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado), o que sugere que quando as empresas aderem à câmara de arbitragem do mercado, seu valor de mercado tende a ser 38,50% maior quando comparado as demais empresas.

As práticas H (Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês), L (Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico) e M (Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado) possuem, diferentemente das primeiras, reflexos positivos sobre o valor de mercado das empresas, o que leva a inferir que a adoção dessas práticas possuem *value relevance*, de modo que são refletidas positivamente no valor de mercado dessas companhias, corroborando a literatura (KLAPPER; LOVE, 2002; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; BLACK *et al.*, 2006). Ademais, as outras variáveis (A, B, F, G, I, J, K) não apresentaram significância estatística e, por essa razão, não foram alvo de análise.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou verificar a relevância das práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA na explicação das variações do valor das empresas. Para isso, foi estimada uma regressão linear múltipla, onde se utilizou como variável dependente o preço das ações e como variáveis independentes as práticas diferenciadas de governança corporativa. Nesse contexto, apesar do crescente número de pesquisas realizadas abordando a governança corporativa e da relativa escassez de estudo que a relacionem ao valor de mercado das companhias, esse estudo apresenta uma contribuição à literatura de finanças ao relacionar a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa às variações do valor de mercado das empresas, apoiando-se em uma literatura sobre o *value relevance*.

Como principais resultados, encontrou-se que 6 das 13 variáveis explicativas estiveram relacionadas de forma significativa com o valor de mercado das empresas. As práticas que se destacaram foram: (C) esforço de dispersão acionária, (D) limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas” e (E) mínimo de 5 membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos) que revelaram uma relação negativa e não esperada, e (H) demonstrações financeiras traduzidas para o inglês, (L) oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico e (M) adesão à câmara de arbitragem do mercado, que apresentaram uma relação positiva e esperada, conforme a literatura. Com isso, verifica-se que tais práticas são refletidas no valor de mercado das empresas, seja positiva ou negativamente, inferindo-se que são *value relevant*.

As relações negativas e ausência de significância estatística das demais variáveis analisadas podem ser explicadas pelo fato de que o mercado brasileiro de capitais apresenta características peculiares em sua estrutura, como o perfil de investidores pautados curto prazo, a concentração de controle nas mãos de poucos investidores e o alto índice de emissão de ações preferenciais. Isso sugere que, considerando o fim de criar valor aos acionistas, essas práticas podem não estar adequadas às suas finalidades ou, ainda, que podem estar sendo geridas pelas companhias.

Também é válido destacar que as empresas mais líquidas do índice correspondem àquelas que não aderiram a todas as práticas diferenciadas de governança corporativa, uma vez que não são listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Assim, essas empresas podem possuir características intrínsecas que afetaram os resultados. Ademais, não se pode desconsiderar as limitações do modelo estimado, que representa apenas uma aproximação de uma complexa realidade. Por isso, pode ter deixado de capturar fatores exógenos que podem vir a afetar a relação dessas práticas com o valor das empresas.

Por fim, vale salientar que a pesquisa realizada foi restrita às companhias de capital aberto que compuseram a amostra, compreendidas nos exercícios de 2010 a 2012. Assim, os resultados aqui apresentados representam apenas um recorte da realidade em questão, não possuindo a intenção de serem colocados como respostas definitivas ao problema investigado. Entretanto, dada à escassez de estudos que abordam tal aspecto das práticas de governança corporativa, considera-se, portanto, sua relevância e contribuição. Ademais, sugere-se, para a realização de estudos futuros, a análise do *value relevance* da governança corporativa das empresas a partir da elaboração de um índice próprio de governança, que mensure o nível de governança das empresas de forma independente do modelo utilizado pela BM&FBOVESPA, para que novas evidências possam ser comparadas àquelas apresentadas neste estudo.

REFERÊNCIAS

ALI, A.; HWANG, L. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, v. 38, n. 1, p. 1-21, 2000.

ALFORD, A.; JONES, J.; LEFTWICH, R.; ZMIJEWSKI, M. The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research*, v. 31, n. 1, p. 183-223, 1993.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, n. 31, p. 77-104, 2001.

BEAVER, W. H. *Financial reporting: an accounting revolution*. 3. ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998.

BEIRUTH, A. X.; BRUGNI, T. V.; FÁVERO, L. P.; GOES, A. O. S. Níveis diferenciados de governança corporativa e *disclosure temiless*: um estudo exploratório no mercado brasileiro. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, Salvador, v. 4, n. 1, p. 77-89, jan./abr. 2014.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, v. 22, n. 2, 2006.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. *Governança Corporativa*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/ciaslistadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em: 22 jan. 2015.

BROOKS, C. *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: University Press, 2008.

BROWN, S.; LO, K.; LYS, T. Use of R2 in Accounting Research: Measuring Canges in Value Relevance Over The Last Four Decades. *Journal of Accounting and Economics*, n. 28, p. 83-115, 1999.

BURGSTHALER, D. C.; DICHEV, I. D. Earnings, adaptation and equity value. *The Accounting Review*, v. 72, n. 2, p. 187-215, 1997.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 22 jan. 2015.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, São Paulo, v. 6, n. 2, p. 9-27, abr./jun. 2002.

FAMA, E. F. Efficient Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383- 417, 1970.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, v. 37, n. 2, p. 319-352, 1999.

- GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 186-201, mar./abr. 2008.
- GIRÃO, L. F. D. A. P.; MARTINS, O. S.; PAULO, E. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 49, n. 3, p. 462-475, jul./set. 2014.
- HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, n. 31, p. 3-75, 2001.
- HUNG, M. Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis, *Journal of Accounting and Economics*, v. 30, n. 3, p. 401-420, 2001.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, n. 3, p. 305-360, 1976.
- IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa*. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 22 jan. 2015.
- JOOS, P.; LANG, M. The effects of accounting diversity: evidence from the European Union. *Journal of Accounting Research*, v. 32, n. 1, p. 141-168, 1994.
- 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.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *COPPEAD/UFRJ Working Paper*, 2004.
- LOPES, A. B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- LOPES, A. B.; SANTANA, D. P.; COSTA, F. M. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 42, n. 4, p. 497-510, jul./ago. 2007.
- MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MURCIA, F. D. R.; MACHADO, M. R. Análise do Impacto da Substituição da DOAR Pela DFC: Um Estudo sob a Perspectiva do *Value-Relevance*. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 22, n. 57, p. 299-318, 2011.
- MALACRIDA, M. J. C. *A Relevância do Lucro Líquido versus Fluxo de Caixa Operacional para o Mercado de Ações Brasileiro*. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e

Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

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

MARTINS, O. S. & PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 25, p. 33-45, 2014.

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

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

NASCIMENTO, F. S. P.; MOURA, A. A. F.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Práticas de governança corporativa dos conselhos de administração das empresas do novo mercado da BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, Salvador, v. 3, n. 3, p. 148-169, set./dez. 2013.

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

SARLO NETO, A. *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro*. 2004. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2004.

SARLO NETO, A.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOSS, L.; LOPES, A. B. O diferencial no impacto dos resultados Contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 16, n. 37, p. 46-58, 2005.

SARLO NETO, A. *Relação entre estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros no mercado brasileiro*. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SCHIEHLL, E.; SANTOS, I. O. D. Ownership structure and composition of boards of directors: Evidence on Brazilian publicly-traded companies. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 373-384, jul./ago. 2004.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, n. 52, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 1-30, jan./mar. 2006.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall, 1986.