



Gestão e Regionalidade

ISSN: 1808-5792

ISSN: 2176-5308

Universidade Municipal de São Caetano do Sul - USCS

Silva, Carla Carolinne dos Santos; Martins, Orleans Silva
REFLEXO DA QUALIDADE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO
PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESASREFLECTION OF THE QUALITY
OF CORPORATE GOVERNANCE IN THE PROCESS OF VALUATION
Gestão e Regionalidade, vol. 34, núm. 102, 2018, Setembro-Dezembro, pp. 75-93
Universidade Municipal de São Caetano do Sul - USCS

DOI: <https://doi.org/10.13037/gr.vol34n102.4224>

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=133460324006>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org

redalyc.org
UAEM

Sistema de Informação Científica Redalyc

Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal

Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa
acesso aberto

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

REFLECTION OF THE QUALITY OF CORPORATE GOVERNANCE IN THE PROCESS OF VALUATION

Carla Carolinne dos Santos Silva

Mestra em Administração (UFPB), Brasil

Data de recebimento: 18-08-2016

Data de aceite: 17-01-2018

Orleans Silva Martins

Doutor em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN), Professor Adjunto da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), Brasil

RESUMO

Este estudo analisou o reflexo da qualidade de Governança Corporativa sobre o processo de avaliação de empresas. Com base na Teoria da Agência foi estimado um Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC), que foi incluído no modelo de Ohlson (1995) para verificar sua relevância no valor de 213 companhias negociadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B³) entre 2010 e 2013. O IQGC foi identificado a partir de sete dimensões representativas de boa qualidade de governança e sua relação com a valorização das empresas foi realizada por regressões com dados em painel. Os resultados permitiram inferir que o IQGC é value relevant, pois sua inclusão no modelo estimado refletiu no aumento de seu poder explicativo. Destaca-se como contribuições a inserção da Assimetria de Informação como dimensão do IQGC e as evidências de que a qualidade de Governança Corporativa é refletida na avaliação das empresas no Brasil.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Índice; Avaliação de empresas; Valor; Value Relevance.

ABSTRACT

This study analyzed the reflection of the quality of corporate governance on the firm's valuation. Based on Agency Theory was estimated a Corporate Governance Quality Index (IQGC), which was included in a valuation model to verify the IQGC value relevance in 213 companies traded on the Brasil, Bolsa, Balcão (B³) between the years 2010 and 2013. The IQGC were identified from seven dimensions to represent the quality of governance and his relationship with the valuation was carried out by regressions with panel data. The result showed that the IQGC is value relevant because its inclusion in the estimated model reflected in increasing its coefficient of determination. We also highlight the contributions of the insertion of the Information Asymmetry as a dimension of IQGC and evidence on the quality of corporate governance is reflected in the valuation process in Brazil.

Keywords: Corporate Governance. Index. Valuation. Value. Value Relevance.

Endereço dos autores:

Carla Carolinne dos Santos Silva
carlacarolinnes@gmail.com

Orleans Silva Martins
orleansmartins@yahoo.com.br

1 INTRODUÇÃO

Em decorrência do crescimento dos mercados de capitais, motivado pela revolução industrial, seja com a expansão das empresas existentes ou a abertura do capital de novas empresas, pode-se observar que ao longo dos anos a consequente separação entre a propriedade e o controle das empresas tem dado espaço ao denominado conflito de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), originado do conflito de interesses existente entre o proprietário (principal) e o gestor (agente) das companhias. E esse fenômeno tem se ampliado tanto nos mercados internacionais, como no brasileiro.

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

Em mercados onde existe grande concentração acionária, como é o caso do Brasil, o conflito de interesses originado da relação entre acionistas majoritários e minoritários é a principal causa dos problemas de agência, visto que quando o controle da companhia está concentrado em um pequeno grupo de investidores é possível que os acionistas

controladores assumam um comportamento oportunista por meio da expropriação dos direitos dos acionistas minoritários (LA PORTA *et al.*, 1998).

É nesse contexto de conflito de interesses que o destino das companhias é traçado e no qual surge a Governança Corporativa, conceituada por Shleifer e Vishny (1997) como um conjunto de mecanismos por meio dos quais os investidores (proprietários) garantem a obtenção do retorno sobre seus investimentos, pois ela reduz a diferença informacional entre os participantes da firma. Assim, ela surge como uma forma de alinhar os interesses corporativos dos proprietários, dos gestores e dos demais participantes da empresa, proporcionando um ambiente mais seguro para as negociações e reduzindo a assimetria de informação. Assim, para Shleifer e Vishny (1997) investir na qualidade da Governança Corporativa implica em maior valor para as empresas, uma vez que transmite aos investidores maior segurança sobre seus investimentos.

Ainda no sentido de criação de valor, observa-se na literatura estudos que procuram verificar se a qualidade dessa Governança implica em aumento do valor das companhias, isto é, se ela é *value relevant*. Por se tratar de um conceito abstrato, esses estudos, em grande parte, utilizaram ou elaboraram métricas capazes de capturar o grau de Governança Corporativa das empresas sob a forma de índices, em que diferentes mecanismos e práticas são representados em uma única medida. Esses estudos constataram que a qualidade da Governança influencia positivamente o valor das empresas (KLAPPER; LOVE, 2002; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS, 2007; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011), de modo a inferir que aquelas empresas que apresentam maior qualidade

de Governança são mais bem vistas pelo mercado. Diante das evidências supracitadas, supõe-se que a Governança possa influenciar o processo de avaliação das empresas. Sendo assim, surge a motivação desta pesquisa, buscando avaliar os possíveis efeitos gerados pela qualidade da Governança Corporativa no processo de avaliação das empresas no Brasil. Nesse contexto, destaca-se o modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995), que apresenta como suporte conceitos clássicos de finanças e números contábeis que permite a inclusão de uma variável denominada “outras informações”, em que é possível inserir fatores relevantes no processo de avaliação que não foram refletidos pela Contabilidade, assumindo que os números contábeis não constituem a única fonte de informações para avaliar uma empresa, visto que existem numerosos fatores que podem ser determinantes nesse processo, como a proteção legal (LA PORTA *et al.*, 1998), a Governança Corporativa (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005) e a assimetria de informação (GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2014).

O mercado brasileiro é marcado por fraca proteção legal aos acionistas e, por essa razão, a divulgação de informações corporativas é uma das maneiras de garantir a proteção dos investidores (MURCIA; SANTOS, 2009). Nesse sentido, Garay e González (2008) explicam que a baixa proteção legal consiste em uma oportunidade para que as empresas se diferenciem adotando diferentes práticas de Governança Corporativa, ampliando sua credibilidade junto aos seus *stakeholders* e, consequentemente, seu valor. Assim, pode-se esperar que práticas de Governança, como, por exemplo, a *disclosure* voluntária de informações não contábeis, seja *value relevant* no processo de avaliação

de empresas no Brasil. Tal pressuposto consiste com evidências preliminares de Silva e Martins (2015) que identificaram que as práticas de Governança Corporativa no Brasil possuem efeitos sobre o valor das empresas, mas que, de forma individual, algumas indicaram efeito positivo, algumas o efeito negativo e outras não apresentaram relação de significância. Por esta razão, este estudo é relevante por analisar as práticas de forma conjunta, considerando, ainda, a assimetria de informação.

Nessa perspectiva, com o objetivo de avaliar se a Governança Corporativa é *value relevant*, atribui-se à variável “outras informações” a qualidade da Governança Corporativa das empresas como forma de avaliar seu reflexo no mercado brasileiro de capitais. Portanto, levando-se em consideração que a Governança é relevante no processo de avaliação, este estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: qual é o reflexo da qualidade de Governança Corporativa sobre o processo de avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais?

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DIMENSÕES DA QUALIDADE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Neste estudo, a Governança Corporativa é analisada sob a perspectiva da Teoria da Agência, de modo que a qualidade de seus mecanismos consiste na redução dos conflitos de interesses entre os participantes da empresa. Uma vez que a qualidade da Governança Corporativa se trata de uma concepção abstrata, algumas dimensões são utilizadas para que seja possível a sua mensuração, confor-

me Klapper e Love (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Silveira e Barros (2007), Correia, Amaral e Louvet (2011) e Silva e Martins (2015), alinhadas à realidade do mercado brasileiro de capitais. Assim, por meio de um índice construído e fundamentado a partir da Teoria da Agência, utiliza-se as dimensões propostas pelos autores supracitados e se contribui ao inserir outra dimensão, denominada "Assimetria de Informação", no sentido de se identificar companhias que possuem melhor nível informacional aos participantes do mercado.

O Conselho de Administração é a primeira entre as sete dimensões utilizadas neste estudo. Para sua eficácia, a literatura pertinente à Teoria da Agência aponta que ele deve ser formado, de preferência, por poucos membros, composto por diretores independentes e que não tenham acúmulo de funções de *Chief Executive Officer* (CEO) e de presidente do conselho (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN, 1993). Evidências indicam que quanto maior a proporção de membros independentes no Conselho de Administração, mais as decisões se apresentam alinhadas aos interesses dos acionistas (PANASIAN; PREVOST; BHABRA, 2004). No cenário brasileiro, observava-se menor participação de membros independentes nesses conselhos e um predomínio de acionistas majoritários e executivos da própria empresa assumindo esses cargos (DUTRA; SAITO, 2002). Esse cenário tem sofrido modificações ao longo dos anos, pois de acordo com Gondrige, Clemente e Espejo (2012) um número maior de membros independentes têm composto os conselhos, a maioria das empresas têm entre 5 a 9 membros no conselho e, ainda, têm reduzido o acúmulo de funções de CEO e *Chairman*, o que implica em maior qualidade de Gover-

nança Corporativa, uma vez que a adoção dessas práticas reduz os conflitos de agência.

A segunda dimensão foi a Estrutura de Controle, com maior presença de acionistas controladores, que pode possuir efeito positivo ou negativo nas companhias. O principal efeito positivo é o chamado efeito-incentivo, em que os acionistas que possuem uma grande concentração de capital são motivados a coletar informações e monitorar os gestores, como forma de compensar o risco da não diversificação (SHLEIFER; VISHNY, 1997), baseado na hipótese de que quanto maior a participação do acionista, maior é sua motivação em assegurar o retorno dos seus investimentos. No entanto, a concentração das ações pode desencadear outro tipo de problema de agência, conhecido como efeito-entrincheiramento, que acontece quando acionistas majoritários agem em seu próprio interesse em detrimento dos demais investidores minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Esse tipo de conflito se torna ainda mais agravante quando os direitos sobre o controle são maiores do que os direitos sobre os resultados, que se dá pela emissão de ações sem direito a voto (SHLEIFER; VISHNY, 1997, LA PORTA *et al.*, 1998; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002).

No Brasil, observa-se uma alta concentração das ações e um elevado número de emissão de ações sem direito a voto (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS, 2007; MARTINS; PAULO, 2014). Diante dessa realidade, a perspectiva esperada neste estudo é que a maior dispersão do capital reduza os conflitos de agência, proporcionando uma melhor qualidade da Governança Corporativa. Já os incentivos aos Administradores, conforme Jensen e Meckling (1976), é outra dimensão

pela qual é possível diminuir a divergência entre os interesses do principal e do agente. Para Shleifer e Vishny (1997) eles podem ocorrer por participação no capital, atribuições de opções de ações, remuneração em dinheiro ou bônus. Desse modo, por terem direito sobre os resultados das companhias, os gestores são incentivados a convergirem seus interesses aos dos demais investidores.

No Brasil, Correia, Amaral e Louvet (2014) revelaram que a maior parte das empresas lançam mão de planos de participação dos administradores nos lucros, por outro lado, os planos de opções de compra são raramente utilizados como incentivo aos administradores e, portanto, adotados por um número muito pequeno de empresas. Na literatura é possível encontrar evidências de que a remuneração dos administradores influencia positivamente o desempenho financeiro das empresas brasileiras (KRAUTER, 2013). De acordo com a Teoria da Agência, contratos de incentivo aos administradores são eficientes desde que minimizem os problemas de agência e maximizem o valor dos proprietários (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014). Espera-se, portanto, que o incentivo aos administradores implique em maior qualidade da Governança Corporativa, visto que sua adoção permite alinhar os interesses destes aos interesses dos investidores.

A *disclosure* proporciona aos investidores melhor nível informacional acerca do desempenho da empresa. Esse mecanismo possibilita a minimização dos conflitos de agência, visto que permite maior acesso às informações da empresa por agentes internos e externos. Como exemplo de medidas de *disclosure*, têm-se o Balanço Social ou o Relatório Integrado, como forma de apresentar e explicar o desempenho financeiro e não financeiro

das empresas, proporcionando maior eficiência informacional (ECCLES; SALTZMAN, 2011). Ainda, como medida de *disclosure*, Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) afirmam que ter a empresa auditada por companhias globais de auditoria é um dos requisitos para se considerar que a empresa tem "boa" Governança Corporativa.

Na realidade brasileira, observa-se uma ampla adoção por parte das empresas de boas práticas de governança, como a contratação de companhias de auditoria líderes globais em (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2005) e entrega dos relatórios financeiros anuais até a data requerida (SILVEIRA; BARROS, 2007), principalmente pela obrigatoriedade decorrente da abertura de capital e da listagem nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3. Ainda, verifica-se que empresas listadas nesses níveis diferenciados de Governança tendem a se preocupar com o *disclosure* voluntário, como o uso de ferramentas como o Twitter (MOTA; PIN-TO, 2017). Neste estudo, assume-se que a *disclosure* contribui para mitigar os conflitos de agência ao permitir que os investidores externos tenham acesso às informações que outrora eram restritas aos *insiders*. Dessa forma, entende-se que quanto maior seu nível, maior é a qualidade da Governança Corporativa.

A Proteção aos Investidores em mercados historicamente conhecidos por baixa proteção legal, como o brasileiro (MURCIA; SANTOS, 2009), ocupa papel de destaque na discussão acerca da Governança Corporativa. Nesses mercados é possível acontecer contendas que se utilizam de operações de ofertas públicas voltadas para a aquisição de controle acionário (*takeover*), conhecidas como aquisições hostis. Nesse sentido, medidas que buscam

garantir a segurança dos acionistas, como as *poison pills* (pílulas de veneno), que constituem um conjunto de direitos contratuais, são indispensáveis.

Como exemplo de medidas de proteção aos investidores, têm-se, ainda, a adoção de um percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) e o *tag along*, que se trata do direito concedido aos acionistas minoritários de deixarem a companhia caso ela sofra um *takeover* por um preço não inferior a 80% do valor pago pelas ações do controlador. No Brasil, de acordo com os resultados apresentados por Carvalhal da Silva e Leal (2004) e Silveira e Barros (2007), poucas empresas concediam *tag along* superior ao que é requerido legalmente, no entanto, uma grande parcela das empresas adotavam o percentual mínimo de *free float* (CARVALHAL DA SILVA; LEAL, 2004). Sugere-se, portanto, que medidas de proteção aos investidores sejam indicativos de qualidade de Governança Corporativa, uma vez que procuram diminuir os conflitos de agência, dando aos investidores maior segurança quanto ao seu capital investido na companhia.

O Comitê de Auditoria é outra dimensão que contribui para minimizar os conflitos de agência, dificultando qualquer ação danosa dos dirigentes para com os investidores (COLLIER, 1993). A necessidade de monitoramento é decorrente da separação entre controle e propriedade e a consequente divergência de interesses entre agente e principal, abordados pela Teoria da Agência. Esse é um órgão que tem como responsabilidade supervisionar o processo de preparação e divulgação das informações financeiras, bem como garantir a integridade dos sistemas de controles internos. Fornece, ainda, um elo de comunicação entre o Conselho de Administração e os auditores internos e externos, assegurando uma me-

lhior qualidade da auditoria e a eficiência de monitoramento (COLLIER, 1993). Desse modo, espera-se que a existência de um Comitê de Auditoria e suas atribuições, como sua supervisão e composição, contribuam para uma melhor qualidade de Governança Corporativa, uma vez que buscam minimizar os conflitos de agência (KLAPPER; LOVE, 2002; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005).

A Assimetria de Informação é a última dimensão destacada, tendo em vista que nos mercados de capitais diferentes estudos têm sido desenvolvidos com a intenção de mensurar a utilização de informação assimétrica no mercado, seja de forma direta ou indireta (GIRÃO; MACHADO, 2013; GIRÃO; MARTINS; PAULO, 2014; MARTINS; PAULO, 2014). Para isso, são utilizadas *proxies*, tais como a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B³ e a emissão de *American Depository Receipt* (ADR), que exigem da empresa maior divulgação de informações, o que reduz a diferença informacional entre os participantes do mercado (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2007). Por essa razão, é razoável esperar que empresas com menor assimetria de informação sejam melhor avaliadas. Nesse sentido, no que se refere à relação entre a qualidade de Governança Corporativa e a assimetria de informação, espera-se que uma menor assimetria de informação implique em maior qualidade da Governança Corporativa (VIEIRA; MENDES, 2006).

2.2 MODELO DE AVALIAÇÃO DE OHLSON (1995)

O modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995) é baseado no modelo de dividen-

dos descontados (*dividend discount model*), em que o valor de uma empresa é explicado pelo valor presente do fluxo esperado de dividendos. Ohlson (1995) reescreve esse modelo de avaliação como um modelo de desconto de números contábeis, com o Patrimônio Líquido (PL) e o Lucro Residual (LR) no lugar do desconto de dividendos.

Dentre as principais abordagens utilizadas para avaliar uma empresa, Penman e Sougiannis (1998) encontraram que os modelos baseados em lucros apresentaram menor erro de mensuração do valor da empresa, quando comparado aos modelos baseados em dividendos ou em fluxos de caixa, apresentando maiores vantagens nas análises de investimentos. Em uma comparação entre modelos de desconto de dividendos e o modelo de Ohlson, Bernard (1995) verificou que o modelo de Ohlson obteve maior consistência. Dechow, Hutton e Sloan (1999) também concluíram que modelos de avaliação de empresas baseados em lucros apresentam melhores resultados.

No modelo de Ohlson (1995) são agrupados itens do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício a partir da relação *Clean Surplus* (CSR), em que as variáveis contábeis têm papel destacado, de modo a atender a três premissas: (1) *present value of expected dividends* (PVED); (2) CSR; e (3) modelo linear definindo o comportamento estocástico dos lucros residuais futuros. O modelo de dividendos descontados determina o preço das ações, conforme Equação 1.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1 + K_e)^n} \quad (1)$$

Sendo, o preço atual da ação, os dividendos líquidos pagos no final do período t e a taxa

de desconto, assumida constante, igual ao custo de capital em n períodos.

Em seguida, aplica-se a Contabilidade tradicional que satisfaça a CSR, garantindo a consistência da determinação do lucro, independente do sistema de Contabilidade adotado.

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t \quad (2)$$

Em que b é o valor contábil do Patrimônio Líquido, x corresponde aos lucros contábeis e d representa os dividendos líquidos no período t .

O modelo de Ohlson (1995) define o comportamento estocástico dos lucros residuais (ou lucros anormais) através do processo estocástico conhecido Dinâmica das Informações Lineares (DIL), dado pelas Equações 3 e 4.

$$\tilde{x}_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \tilde{\varepsilon}_{1,t+1} \quad (3)$$

$$\tilde{v}_{t+1} = \gamma v_t + \tilde{\varepsilon}_{2,t+1} \quad (4)$$

Em que, é o lucro residual (ou lucro anormal) para o período t , v_t são “outras informações” sobre lucros residuais futuros esperados que são observadas no final do período t , mas que ainda não foram reconhecidas pela Contabilidade, ω e γ são parâmetros de persistência, e $\tilde{\varepsilon}$ representam os termos de erros estocásticos, com média zero e distribuição normal. Baseando-se no pressuposto de Ohlson (1995) de que os lucros residuais poderiam substituir os dividendos na avaliação, utilizou-se a Equação 5 para determiná-los.

$$\tilde{x}_t^a = \tilde{x}_t - r_f * b_{t-1} \quad (5)$$

Em que, é o lucro residual no período t , é o lucro no período, é a taxa livre de desconto e é o PL no ano anterior.

Desse modo, Ohlson (1995) combina a aceitação do modelo de dividendos descontados com a CSR, fazendo com que o valor presente dos dividendos esperados dependa dos números contábeis, de forma que o valor da companhia (p_t) seja igual ao valor contábil do patrimônio líquido (b_t) mais o valor presente dos lucros residuais futuros (), ajustados pela DIL (α) e por “outras informações” (v_t), que ainda não são refletidas pela Contabilidade, como Equação 6.

$$p_t = b_t + \alpha_1 x_t^\alpha + \alpha_2 v_t \quad (6)$$

Os coeficientes do modelo dependem dos parâmetros de persistência (ω e γ) e da taxa de juros livre de risco (R_f), conforme as equações 7a e 7b.

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{R_f - \omega} \quad (7a)$$

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

Quanto às “outras informações”, Ohlson (1995) não especifica empiricamente o que seria essa variável, assumindo apenas que deve ser considerada como eventos relevantes para a avaliação da empresa, que ainda causarão impacto sobre as demonstrações financeiras. Nesse sentido, baseando-se em Dechow, Hutton e Sloan (1999), modificou-se o modelo para incluir informações relativas

à qualidade de Governança Corporativa, tendo em vista que suas dimensões podem representar conteúdo informacional ainda não refletido pela Contabilidade, conforme Silva e Martins (2015).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 PLANO AMOSTRAL E COLETA DE DADOS

A população deste estudo consistiu em 516 ações de empresas negociadas na B³. Sua amostra compreende as empresas com ações negociadas no período entre os anos de 2010 e 2013. Este recorte temporal foi definido devido à convergência das normas contábeis brasileiras ao padrão internacional decorrente dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS), tendo em vista que a partir de 2010 as empresas passaram a apresentar suas demonstrações financeiras de acordo com as *full IFRS*. Para as firmas que possuíam mais de um tipo de ação, foi selecionada aquela que apresentou maior liquidez. Para compor a amostra foram exigidas todas as seguintes informações: (1) Valor de Mercado no ano; (2) Patrimônio Líquido no ano; (3) informações necessárias para o cálculo o Lucro Residual; e, (4) informações necessárias para a identificação do IQGC. Com isso, a amostra contou com 213 empresas, representando um total de 852 observações-ano analisadas.

Quanto à coleta dos dados sobre a Governança Corporativa, as informações sobre as dimensões foram extraídas dos Formulários de Referência e dos Relatórios de Administração das empresas, disponíveis em suas páginas eletrônicas e na Co-

missão de Valores Mobiliários (CVM), bem como na base de dados da Economatica®. As informações contábeis e financeiras para a estimativa do modelo de Ohlson foram coletadas na Economatica®. A taxa de poupança acumulada, considerada para o cálculo do Lucro Residual, foi obtida na página do Banco Central do Brasil (BCB).

Quanto ao tratamento dos dados, as variáveis Valor de Mercado, Patrimônio Líquido e Lucro Residual foram deflacionadas pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M). Também houve a ponderação pela quantidade de ações das empresas. Ainda, o Patrimônio Líquido foi modificado pela subtração do

Lucro Líquido para evitar autocorrelação com o Lucro Residual. Por fim, nas análises estatísticas as variáveis Lucro Residual e IQGC foram modificadas por seus parâmetros de persistência, conforme Ohlson (1995).

3.1.1 Índice da Qualidade da Governança Corporativa (IQGC)

No Quadro 1, apresentam-se os indicadores de cada dimensão do IQGC, todos com relações esperadas positivas com a qualidade da Governança, cuja escolha se baseou na subseção 2.1, de acordo com a revisão de literatura apresentada.

Quadro 1 – Índice da Qualidade da Governança Corporativa

| Dimensão | Variável | Descrição |
|---|---------------------------|--|
| Composição do Conselho de Administração | Tamanho | O conselho é formado por 5 a 9 membros. |
| | Independência | Pelo menos 20% dos conselheiros são independentes. |
| | Chairman/CEO | O Presidente do Conselho e o Presidente da empresa não são a mesma pessoa. |
| Estrutura de Propriedade e de Controle | Ação ON | A empresa emite apenas ações com direito a voto. |
| | Participação | Os acionistas controladores possuem menos que 50% das ações com direito a voto. |
| | FC/Controle | A razão entre os direitos sobre o fluxo de caixa, em relação aos direitos de voto, é maior ou igual a 1. |
| Incentivo aos Administradores | Participação | A companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros das empresas. |
| | Opções | A companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra. |
| | Bônus | A companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de bônus. |
| Disclosure | Relatórios | A empresa produz os relatórios financeiros, anuais, até a data legal requerida. |
| | Demonstrativos Adicionais | A empresa divulga demonstrativos não obrigatórios como balanço social ou relatório integrado. |
| | Auditória | A empresa faz uso da auditoria dos líderes globais em auditoria (big four). |
| Proteção aos Investidores | PoisonPills | A empresa adota medidas anti takeover. |
| | TagAlong | A empresa concede tag along aos detentores de ações preferenciais. |
| | FreeFloat | O free-float é maior ou igual ao que é requerido no “Novo Mercado” da B ³ (25%). |

| | | |
|--------------------------|----------------------|--|
| Comitê de Auditoria | Comitê | A empresa possui um comitê de auditoria. |
| | Supervisão | O comitê de auditoria supervisiona a auditoria interna e procedimentos de contabilidade. |
| | Composição | É composto em sua maioria por membros independentes. |
| Assimetria de Informação | Retorno Anormal | Ausência de retorno anormal nas negociações. |
| | ADR | A empresa emite ADR. |
| | Níveis Diferenciados | A empresa está listada nos níveis diferenciados da B ³ . |

Cada dimensão do IQGC foi construída a partir do conjunto de variáveis apresentadas no Quadro 1, a partir de sua presença ou ausência. Com isso, de acordo com Nagar e Basu (2002), a construção do IQGC foi realizada pela Análise dos Componentes Principais (ACP). Utilizou-se o critério de Kaiser (1974) para o cálculo do IQGC, que segue o mesmo princípio proposto por Nagar e Basu (2002), diferenciando-se por considerar os componentes com variância maior que 1. Esse procedimento evita utilizar componentes com baixa variância, ou seja, que contribuem menos que uma única variável padronizada. Aplicou-se, ainda, o critério *scree-plot*, pelo qual foi possível identificar o uso dos 2 (dois) primeiros componentes.

3.1.2 Avaliação de Empresas e a Qualidade da Governança Corporativa

Conforme mencionado, para avaliar o *value relevance* do IQGC foi utilizado o modelo *Residual Income Valuation* (RIV) de Ohlson (1995), pois além de utilizar variáveis contábeis permite a inserção de alguma variável que possa representar o que o autor denomina como “outras informações”. Diante disso, o modelo foi modificado de acordo com a metodologia de Dechow, Hutton e Sloan (1999) para a inclusão da variável qualidade de Governança, conforme Equação 8.

$$VE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PL_{it} + \alpha_2 LR_{it}^a + \alpha_3 IQGC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Em que, para toda empresa *i*, é o valor da empresa no ano *t*, é o valor contábil do Patrimônio Líquido no ano *t*, é o Lucro Residual (anormal) no ano *t*, é o Índice de Qualidade de Governança Corporativa no ano *t*, que resume as “outras informações”, e são os parâmetros do modelo e é o erro aleatório do modelo.

Em um primeiro momento, o modelo foi estimado sem considerar a variável “outras informações” e, posteriormente, acrescentando o IQGC com o objetivo de comparar os coeficientes de determinação dos modelos (R^2 ajustado). Além disso, foram analisados os critérios informacionais de Akaike, de Hannan-Quinn e Schwars, de modo que, se o R^2 ajustado for significativamente maior quando IQGC for inserido, haverá evidências de que a qualidade de Governança Corporativa é *value relevant*, isto é, que ela é refletida no processo de avaliação das empresas no mercado brasileiro de capitais. Adicionalmente foi realizado o teste de Wald para determinar a significância estatística da diferença do R^2 ajustado dos dois modelos estimados.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRIPTIVAS

De acordo com a Tabela 1, observa-se que a dimensão *disclosure* foi aquela que, considerando as 3 variáveis em conjunto, obteve maior frequência entre as empresas quando comparada às demais (79,61%). Por outro lado, observa-se que a dimensão Comitê de Auditoria foi aquela que apresentou a menor frequência entre as empresas (23,62%), resultados que podem ser atribuídos à obrigatoriedade ou não das empresas de capital aberto adotarem as respectivas práticas.

Observa-se como uma característica das empresas brasileiras que a maioria das práticas seja adotada apenas quando há uma obrigatoriedade, seja pelo fato de ser uma companhia aberta, por estar listada em um dos níveis diferenciados de Governança

Corporativa da B³ ou, ainda, pela emissão de ADR. Isso fica mais evidente quando se observa aquelas dimensões cujos atributos não são obrigatórios, pois têm uma adoção menor por parte das empresas, o que pode ser reflexo do principal problema de agência encontrado em países emergentes, como o Brasil, originado da relação conflituosa entre acionistas majoritários e minoritários, que se dá pela possibilidade da emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, como apontado por La Porta *et al.* (1998). Isso é ratificado por Silva e Martins (2015) que identificam aumento da concentração de ações ordinárias entre 2010 e 2012 no Brasil. Acontece que os acionistas minoritários exercem pouca ou nenhuma influência sobre as decisões da empresa, cabendo aos acionistas majoritários, detentores do poder de voto, tomar as decisões cabíveis sobre as atividades da empresa, entre elas a de não adotar determinada prática de Governança Corporativa, mesmo que ela seja benéfica aos minoritários.

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

| Dimensão | Variável | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Média |
|---|---------------------------|---|-------|-------|-------|-------|
| | | Painel A: Dimensões e Variáveis do IQGC (%) | | | | |
| Composição do Conselho de Administração | Tamanho | 72,77 | 70,89 | 71,36 | 74,17 | 72,29 |
| | Independência | 58,21 | 57,28 | 59,62 | 58,68 | 58,44 |
| | Chairman/CEO | 59,15 | 62,45 | 65,73 | 72,77 | 65,02 |
| Estrutura de Propriedade e de Controle | Ação ON | 51,64 | 52,58 | 53,99 | 54,46 | 53,16 |
| | Participação | 48,35 | 50,23 | 52,58 | 54,93 | 51,52 |
| | FC/Controle | 57,74 | 59,62 | 59,62 | 60,09 | 59,26 |
| Incentivo aos Administradores | Participação | 38,02 | 39,91 | 35,68 | 33,33 | 36,73 |
| | Opções | 44,60 | 45,54 | 47,41 | 48,35 | 46,47 |
| | Bônus | 43,66 | 46,01 | 46,94 | 49,76 | 46,59 |
| Disclosure | Relatórios | 97,18 | 98,12 | 97,65 | 98,12 | 97,76 |
| | Demonstrativos Adicionais | 47,88 | 50,70 | 51,64 | 52,11 | 50,58 |
| | Auditória | 91,54 | 90,61 | 88,73 | 91,08 | 90,49 |
| Proteção Investidores | PoisonPills | 43,19 | 46,01 | 47,88 | 50,70 | 46,95 |
| | TagAlong | 23,94 | 23,00 | 22,53 | 22,53 | 23,00 |
| | FreeFloat | 82,62 | 83,10 | 82,15 | 83,56 | 82,85 |

| | | | | | | |
|--|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Comitê de Auditoria | Comitê | 32,86 | 34,74 | 36,15 | 37,08 | 35,20 |
| | Supervisão | 22,53 | 24,88 | 27,69 | 29,10 | 26,05 |
| | Composição | 8,45 | 7,98 | 10,79 | 11,26 | 9,62 |
| Assimetria de Informação | Retorno Anormal | 35,21 | 41,78 | 45,53 | 32,86 | 38,84 |
| | ADR | 10,79 | 10,8 | 11,73 | 12,20 | 11,38 |
| | Níveis Diferenciados | 62,91 | 64,79 | 66,19 | 68,07 | 65,47 |
| Painel B: Média anual do IQGC, por método de estimação (índice) | | | | | | |
| IQGC | Kaiser | 0,582 | 0,595 | 0,602 | 0,614 | 0,598 |
| IQGC | Scree-Plot | 0,497 | 0,508 | 0,521 | 0,535 | 0,515 |

No Painel B constam os IQGCs calculados de acordo com o critério de Kaiser, cuja média no período foi de 0,598. Os resultados sugerem uma tendência de crescimento do índice de qualidade da Governança ao longo do período estudado, indicando melhoria da Governança das empresas. De modo adicional, foi aplicado o critério *scree-plot*, cuja média no período estudado foi de 0,515. Esses resultados também sugerem uma tendência de crescimento do índice de qualidade da Governança ao longo do período estudado.

No que se refere às demais variáveis utilizadas neste estudo, sendo Valor de Mercado, Patrimô-

nio Líquido e Lucro Residual, além do próprio Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC), nota-se que todas as variáveis apresentaram médias positivas. Destaque seja dado às variáveis Valor de Mercado e Patrimônio Líquido, que foram ponderadas pela quantidade de ações de cada companhia. O Patrimônio Líquido também teve o Lucro Líquido subtraído de seu valor para não apresentar autocorrelação com o Lucro Residual. Tanto o Lucro Residual quanto o IQGC se apresentam ajustados aos seus parâmetros de persistência. A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis originais e ajustadas.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do modelo de Ohlson. 2010-2013.

| | Média | Máx. | Mín. | Mediana | Desv. Padrão |
|----------------------------------|--------------|---------------|--------------|----------------|---------------------|
| Painel A: Dados originais | | | | | |
| Valor de Mercado | 10391378,390 | 380246723,000 | 12291,390 | 2230613,000 | 33044247,000 |
| Patrimônio Líquido | 6918652,926 | 356080607,900 | 1971,000 | 1309174,000 | 27184706,000 |
| Lucro Residual | 368346,836 | 30172220,000 | -11750957,87 | 45022,330 | 2176518,000 |
| IQGC | 0,598 | 1,000 | 0,000 | 0,639 | 0,212 |
| Painel B: Dados tratados | | | | | |
| Valor de Mercado | 0,022 | 0,483 | 0,000 | 0,013 | 0,035 |
| Patrimônio Líquido | 0,015 | 0,417 | 0,000 | 0,008 | 0,036 |
| Lucro Residual | 0,000 | 0,204 | -0,403 | 0,001 | 0,025 |
| IQGC | 0,037 | 0,069 | 0,000 | 0,039 | 0,013 |

4.2 CONTEÚDO INFORMATIVO DO IQGC

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

Para avaliar a persistência do LR e do IQGC, utilizou-se regressões com dados em painel por POLS para todos os modelos, identificado como mais adequado após os testes de Hausman e Breusch-Pagan. De acordo com os dados apresentados nas Tabelas 3, 4, 5 e 6, todos os modelos foram significativos, de acordo com o teste F, ao nível de 1%. Pelo teste de Doornik-Hansen não foi observada a distribuição normal, no entanto, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado com base no Teorema do Limite Central e na Lei dos Grandes

Números, pois os modelos de persistência e de avaliação de empresas foram estimados com 639 e 852 observações válidas, respectivamente. Todos os modelos apresentaram problemas de autocorrelação e heterocedasticidade, por meio dos testes de Durbin-Watson e Wald, os quais foram corrigidos pela abordagem HAC de Arellano. Ademais, o grau de multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo, mensurado pelo Fator de Inflação da Variável (FIV), não é considerado problemático, pois todos os valores foram inferiores a 1,00.

De acordo com a Tabela 3, o Lucro Residual é persistente (ao nível de 5%). Assim, o Lucro Residual contemporâneo explica 17,7% do Lucro Residual futuro em um modelo em que está inserido o IQGC. Por sua vez, o IQGC é persistente no período, de modo que ele explica a maior parte de suas variações no futuro (ao nível de 1%). De acordo com os resultados, o IQGC contemporâneo explica aproximadamente 87,5% do IQGC futuro. Desse modo, o IQGC é uma *proxy* contínua para a qualidade da Governança Corporativa para esta amostra e durante o período analisado.

Tabela 3 - Testes de especificação e análise da persistência dos lucros residuais e IQGC. 2010-2013.

| Modelo | $x_{-}(t+1)^a = \alpha_0 + [\alpha_1 x]_t^a + [\alpha_2 v]_t + \varepsilon_{-(1,t+1)}$ | $v_{-(t+1)} = \alpha_0 + [\alpha_1 v]_t + \varepsilon_{-(1,t+1)}$ |
|-------------------------|--|---|
| Constante | -0,001 (0,285) | 0,043 (0,000)*** |
| Lucro Residual | 0,535 (0,037)** | - |
| IQGC | 0,001 (0,415) | 0,945 (0,000)*** |
| R ² Ajustado | 0,177 | 0,875 |
| Estatística F | 69,845 (0,000)*** | 4496,829 (0,000)*** |
| Durbin-Watson | 1,895 | 1,263 |
| Wald | 0,000 (0,000)*** | 709382 (0,000)*** |
| Doornik-Hansen | 38370,810 (0,000)*** | 141,226 (0,000)*** |
| Critério de Akaike | -4820,658 | -1492,687 |
| Critério Hannan-Quinn | -4815,464 | -1489,225 |
| Critério de Schwarz | -4807,278 | -1483,768 |
| Hausman | 0,111 (0,945) | 0,043 (0,834) |
| Breusch-Pagan | 0,239 (0,624) | 1,558 (0,211) |

Notas: é o Lucro Residual no período futuro, é o coeficiente das variáveis, é o IQGC no período t e é o termo de erro da regressão no período $t+1$. é o IQGC no período $t+1$. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância (entre parênteses). Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1% e ** a 5%.

Para analisar se o IQGC possui *value relevance*, em um primeiro momento foi estimado o modelo atribuindo-se 0 à variável “outras informações”. Os resultados demonstrados na Tabela 4 revelam que tanto o Lucro Residual quanto o Patrimônio Líquido são significativos (ao nível de 5% e 1%, respectivamente), o que leva a inferir que eles exercem influência na determinação do valor de mercado das companhias analisadas. Além disso, essas variáveis explicam cerca de 26,0% da varia-

ção do valor do mercado das firmas. O modelo é significante a 1% (Estatística F).

Em um segundo momento, foi inserida ao modelo a variável IQGC. Sua inclusão evidenciou que a qualidade de Governança é significante ao nível de 1% à determinação do valor da empresa e, em conjunto com as outras variáveis do modelo, gera um R^2 ajustado de cerca de 26,8%, aumentando em 2,92% o poder explicativo do modelo, conforme Tabela 4.

Tabela 4 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995). 2010-2013.

| Característica | $p_t = b_t + \alpha_1 x_t + \varepsilon$ | | | $p_t = b_t + \alpha_1 x_t + \alpha_2 v_t + \varepsilon$ | | |
|-----------------------|--|-------------|---------------|---|-------------|---------------|
| | Coeficiente | Estatística | Significância | Coeficiente | Estatística | Significância |
| Constante | 0,013 | 7,208 | 0,000*** | 0,004 | 1,418 | 0,156 |
| Patrimônio Líquido | 0,511 | 3,343 | 0,000*** | 0,527 | 17,448 | 0,000*** |
| Lucro Residual | 0,175 | 2,082 | 0,037** | 0,177 | 8,210 | 0,000*** |
| IQGC | - | - | - | 0,133 | 3,131 | 0,001*** |
| Estatística F | 150,564 (0,000)*** | | | 104,684 (0,000)*** | | |
| R^2 Ajustado | 0,260 | | | 0,2676 | | |
| Critério de Akaike | -3526,382 | | | -3534,176 | | |
| Critério Hannan-Quinn | -3520,927 | | | -3526,902 | | |
| Critério de Schwarz | -3512,140 | | | -3515,185 | | |
| Hausman | 0,682 (0,710) | | | 1,497 (0,682) | | |
| Breusch- Pagan | 0,129 (0,719) | | | 0,283 (0,594) | | |
| Chow | 1,043 (0,345) | | | 1,062 (0,287) | | |

Notas: p_t é o Valor da Empresa no período t, x_t é o Lucro Residual no período t, v_t é o IQGC em t, a_1 e a_2 são os parâmetros dos modelos e ε é o termo de erro. Para os testes se apresentam as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1% e ** a 5%.

Como forma de atribuir maior robustez aos resultados, foi realizado o teste de Wald para determinar a significância estatística da diferença do R^2 ajustado nos dois modelos estimados. O teste de Wald rejeitou a hipótese de que o parâmetro da

regressão é igual a zero para o IQGC (ao nível de 1%). Isto é, a melhora do modelo com a adição da variável IQGC é estatisticamente significante. Com isso, pode-se inferir que a qualidade da Governança Corporativa é *value relevant*.

Tabela 5 - Análise da persistência dos lucros residuais e “outras informações” (IQGC). 2010-2013.

| Descrição | $\tilde{x}_{(t+1)}^a = \alpha_0 + [\alpha_1 x]_t^a + [\alpha_2 v]_t + \tilde{\epsilon}_{(1,t+1)}$ | $v_{(t+1)} = \alpha_0 + [\alpha_1 v]_t + \tilde{\epsilon}_{(1,t+1)}$ |
|-------------------------|---|--|
| Constante | -0,000 (0,405) | 0,023 (0,000)*** |
| Lucro Residual | 0,534 (0,037)** | - |
| IQGC | 0,000 (0,645) | 0,978 (0,000)*** |
| R ² Ajustado | 0,175 | 0,920 |
| Estatística F | 68,954 (0,000)*** | 7436,531 (0,000)*** |
| Hausman | 0,595 (0,742) | 0,293 (0,588) |
| Breusch- Pagan | 0,238 (0,625) | 0,094 (0,758) |
| Durbin-Watson | 1,894 | 1,307 |
| Wald | 0,000 (0,000)*** | 372739 (0,000)*** |
| Doornik-Hansen | 39443,7 (0,000)*** | 133,491 (0,000)*** |
| Critério de Akaike | -4819,188 | -1715,596 |
| Critério Hannan-Quinn | -4813,994 | -1712,133 |
| Critério de Schwarz | -4805,808 | -1706,676 |

Notas: é o Lucro Residual no período futuro, α é o coeficiente das variáveis, é o IQGC no período t e é o termo de erro da regressão no período $t+1$. é o IQGC no período $t+1$. Para as variáveis são apresentados os coeficientes e a significância (entre parênteses). Já para os testes são apresentadas as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1% e ** a 5%.

Na segunda parte da análise do *value relevance* do IQGC, optou-se por testar o reflexo da qualidade da Governança Corporativa na avaliação das empresas considerando o IQGC pelo critério *scree-plot*, com apenas os dois primeiros componentes principais. A Tabela 5 evidencia que Lucro Residual e IQGC são persistentes. O Lucro Residual contemporâneo explica 17,56% de suas variações futuras (ao nível de 1%) em um modelo em que IQGC é inserido. Por sua vez, o IQGC contemporâneo explica 92,0% do IQGC futuro (ao nível de significância de 1%).

Repetindo-se os procedimentos anteriores, analisou-se o *value relevance* do IQGC a partir da

estimação de um modelo com valor 0 atribuído à variável “outras informações”. Os resultados na Tabela 6 revelam que tanto o Lucro Residual quanto o Patrimônio Líquido continuam significantes (aos níveis de 5% e 1%, respectivamente), explicando cerca de 26,0% da variação do valor do mercado das firmas. Após a inclusão do IQGC com base no critério *scree-plot*, percebe-se que a qualidade da Governança Corporativa é significante (ao nível de 1%), pois o R² ajustado do segundo modelo é de cerca de 28,4%, aumentando em 9,23% o poder explicativo do modelo ao inserir essa variável.

Tabela 6 - Teste de especificação e estimativas do modelo de Ohlson (1995). 2010-2013.

| Característica | $p_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \epsilon$ | | | $p_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t + \epsilon$ | | |
|--------------------|---|-------------|---------------|--|-------------|---------------|
| | Coeficiente | Estatística | Significância | Coeficiente | Estatística | Significância |
| Constante | 0,013 | 7,208 | 0,000*** | 0,000 | 0,150 | 0,880 |
| Patrimônio Líquido | 0,511 | 3,343 | 0,000*** | 0,535 | 17,985 | 0,000*** |
| Lucro Residual | 0,175 | 2,082 | 0,037** | 0,180 | 8,428 | 0,000*** |

| | | | | | | |
|-------------------------|---------------------|---|----------------------|-------|--------------------|----------------------|
| IQGC | - | - | - | 0,215 | 5,509 | 0,000*** |
| Estatística F | | | 150,564*** | | | 113,965*** |
| R ² Ajustado | | | 0,260 | | | 0,284 |
| Critério de Akaike | | | -3526,382 | | | -3554,347 |
| Critério Hannan-Quinn | | | -3520,927 | | | -3547,074 |
| Critério de Schwarz | | | -3512,140 | | | -3535,357 |
| Hausman | | | 0 , 6 8 2 (0,710) | | | 0 , 6 4 3 (0,886) |
| Breusch- Pagan | | | 0 , 1 2 9 (0,719) | | | 0 , 3 5 4 (0,551) |
| Durbin- Watson | | | 1,783 | | | 1,778 |
| Wald | 178719 (0,000)*** | | | | 139850 (0,000)*** | |
| Doornik- Hansen | 854,502 (0,0000)*** | | | | 850,336 (0,000)*** | |

Notas: é o Valor da Empresa no período t, é o Lucro Residual no período t, é o IQGC2 em t, e são os parâmetros dos modelos e é o termo de erro. Para os testes se apresentam as estatísticas e a significância (entre parênteses). *** é significante a 1% e ** a 5%.

O teste de Wald rejeitou a hipótese de que o parâmetro da regressão é igual a zero para o IQGC (ao nível de 1%), isto é, a melhora do modelo com a adição da variável é estatisticamente significante. Ao analisar o conjunto de resultados, considerando tanto o critério de Kaiser quanto o critério *scree-plot*, observa-se que a inserção da qualidade de Governança Corporativa nos modelos estimados indica que essa variável tem conteúdo informativo para explicar o valor das empresas. Portanto, o IQGC é *value relevant*.

Os resultados encontrados são consistentes com as evidências apresentadas por Lee, Lin e Chang (2011) de que variáveis de Governança Corporativa são relevantes, bem como com Brugni et al. (2012), que obtiveram em seu estudo um aumento no poder explicativo do modelo de Ohlson (1995) ao inserirem práticas isoladas de Governança Corporativa. Os resultados também foram consistentes os estudos de Wu e Wang (2008) e Girão, Martins e Paulo (2014), que também apresentaram

acréscimos no poder explicativo do modelo ao inserir “outras informações”. Nestes dois últimos casos, ressalta-se que foram utilizadas *proxies* distintas para “outras informações”. Os resultados ainda corroboram as evidências de Klapper e Love (2004) e Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), de que o mercado especifica a qualidade de Governança Corporativa, de modo que a sinalização de informações desse caráter valoriza a empresa, e de Silva e Martins (2015), que verificaram que as práticas de forma isolada afetam o valor de mercado das empresas no Brasil.

5 CONCLUSÃO

Com base na Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), este estudo buscou analisar o reflexo da qualidade de Governança Corporativa sobre o processo de avaliação de empresas no mercado brasileiro de capitais, considerando o modelo de avaliação de empresas de Ohlson (1995). Para

isso, conduziu-se o estudo através da aplicação do modelo de *valuation* com a inserção de uma *proxy* de qualidade de Governança Corporativa. O estudo foi realizado com 852 observações-ano durante os anos de 2010 a 2013.

Para se obter uma medida de qualidade de Governança Corporativa, desenvolveu-se um indicador que compreendeu um amplo conjunto de mecanismos destinados a minimizar os problemas de agência, o IQGC, constituído de 21 variáveis distribuídas em 7 diferentes dimensões de Governança Corporativa. A análise do comportamento do IQGC revelou uma tendência de crescimento do nível de qualidade de Governança das empresas que compuseram a amostra nos anos analisados. Esse crescimento ainda é relativamente pequeno, pelo menos no curto prazo, sinalizando que, em geral, que as empresas aparentam não tratar a melhora da sua qualidade de Governança Corporativa como prioridade, o que pode ser explicado, possivelmente, pelo alto custo atrelado às práticas diferenciadas de Governança.

Todavia, a própria listagem nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B³ revela que as empresas têm buscado melhores práticas de Governança, respondendo às demandas do mercado por melhores níveis informacionais. Ainda, destaca-se que uma explicação para o lento avanço na melhoria das práticas pode não ser prioridade para os tomadores de decisões (acionistas majoritários), pois tais medidas de alinhamento de interesses entre majoritários e minoritários podem não ser interessantes, uma vez que estariam abrindo mão de sua posição privilegiada. A literatura revela que o mercado precisa a qualidade de Governança Corporativa, de modo que esta percepção por parte das empresas pode ser o grande mecanismo pelo

qual elas são motivadas a sinalizar ao mercado a qualidade da sua Governança. Por isso, a melhoria dessas práticas pode vir a beneficiar não só os acionistas minoritários, como também os majoritários, com o aumento de sua riqueza.

Este estudo colabora com a percepção de que inserir o IQGC em um modelo de avaliação de empresas é relevante para a literatura de finanças, especialmente sobre o modelo RIV de Ohlson (1995), pois é uma forma de analisar se a qualidade de Governança Corporativa é *value relevant*. Da mesma forma, contribui para o mercado com o aperfeiçoamento desse modelo para a realização de avaliações, pois se observou que o IQGC é relevante, possuindo conteúdo informacional ainda não revelado pela Contabilidade, uma vez que houve um aumento no poder explicativo do modelo ao inserir essa *proxy*, confirmado a hipótese de pesquisa desse estudo. Dessa forma, pode-se concluir que a percepção por parte dos investidores sobre a qualidade da Governança Corporativa adotada pelas empresas é positiva e, como forma de garantir o retorno sobre seus investimentos, estão dispostos a pagar um valor mais alto pelas ações dessas companhias.

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

REFERÊNCIAS

- BERNARD, V. L. The Feltham-Ohlson framework: implications for empiricists. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 733-747, 1995.
- BRUGNI, T. V.; NETO, A. S., BORTOLON, P. M., OSCAR, A.; GÓES, S. Different Levels of Corporate Governance and the Ohlson Valuation Framework: The Case of Brazil. **Corporate Ownership & Control**, v.9, n.2, p.486-497, 2012.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v.3, n.1, p.1-18, 2005.
- COLLIER, P. Factors affecting the formation of audit committees in major UK listed companies. **Accounting and Business Research**, v.23, n.1, p.421-430, 1993.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um Índice de Governança Corporativa para Empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.22, n.1, p.45-63, 2011.
- DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; SLOAN, R. G. An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, p. 1-34, 1999.
- ECCLES, R. G.; SALTZMAN, D. Achieving Sustainability Through Integrated Reporting. **Stanford Social Innovation Review**, p. 56-61, 2011.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v.88, n.2, p.288-307, 1988.
- GARAY, U.; GONZÁLEZ, M. Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. **Corporate governance: An international review**, v. 16, n. 3, p. 194-209, 2008.
- GIRÃO, L. F. A. P.; MACHADO, M. R. A produção científica sobre assimetria informacional em periódicos internacionais de Contabilidade. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n. 1, 2013.
- GIRÃO, L. F. 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 (RAUSP)**, v.49, n.3, p. 462-475, 2014.
- GONDRIGE, E. O; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 9, n. 3, p. 72-95, 2012.
- IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2013.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p.305-360, 1976.
- 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.

REFERÊNCIAS

- KRAUTER, E. Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: Um Estudo com Empresas Brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 7, n. 3, 2013.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, vol. 106, p. 1113-1155, 1998.
- LEAL, R. P. C; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; VALLADARES, S. M. Estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, n.1, p.7-18, 2002.
- LEE, S. C.; LIN, C. T.; CHANG, P. T. An Ohlson valuation framework for valuing corporate governance: the case of Taiwan. **Pacific-Basin Finance Journal**, v.19, p.420-434, 2011.
- 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**, v. 25, n. 64, p. 33-45, 2014
- MOTA, S. L.; PINTO, S. K.M. A utilização do Twitter na análise do disclosure voluntário de empresas brasileiras com níveis diferenciados de governança corporativa. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 22-38, 2017.
- MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Principais práticas de disclosure voluntário das 100 maiores empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 1, n. 1, 2009.
- NAGAR, A. L; BASU, S. R. Weighting socio-economic indicators of human development: a latent variable approach. In: ULLAH et al. (org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: Marcel Dekker, 2002.
- OHLSON, J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**, v.11, n.2, p.661-687, 1995.
- PANASIAN, C.; PREVOST, A. K.; BHABRA, H. S. Voluntary Listing Requirements and Corporate Performance: The Case of the Dey Report and Canadian Firms. **Financial Review**, v.43, n.1, p.129–158, 2008.
- PENMAN, S. H.; SOUGIANNIS, T. A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v.15, n.3, p.343-383, 1998.
- SHLEIFER, A; VISHNY. R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.22, n.2, p.737-783, 1997.
- SILVA, C. C. S.; MARTINS, O. S. Valor e práticas de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 3, p. 26-41, 2015.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. Corporate governance quality and firm value in Brazil. **SSRN Working Paper**, June. 2007
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista Organizações em Contexto-online**, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2005.
- WU, P. C.; WANG, C. J. The effect of systematic risk on equity valuation: an extended application of the Ohlson equity valuation model. **Journal of Humanities and Social Sciences**, v.4, n.1, p.69-81, 2008.