

OS EFEITOS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA CRIAÇÃO DE VALOR E NO DESEMPENHO OPERACIONAL DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

THE EFFECTS OF DIFFERENTIAL LEVELS CORPORATE GOVERNANCE IN CREATING VALUE AND OPERATING PERFORMANCE OF BRAZILIAN COMPANIES

Felipe William Marchiori¹

Tadeu Grando²

Vanessa de Quadros Martins³

Antonio Carlos Brunozi Junior⁴

RESUMO:

A partir da Teoria de Agência e dos pressupostos do conflito de interesses e da assimetria de informação, este estudo teve por objetivo analisar se os níveis diferenciados de governança corporativa afetam a criação de valor e o desempenho operacional das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Com uma amostra de 327 empresas no ano de 2014 aplicou-se a técnica de dados em painel. Os resultados não se mostraram significativos, pois os níveis de governança não afetaram o valor (Q de Tobin) e o desempenho (ROA) das firmas analisadas. Observou-se que no mercado de capitais brasileiro, pouco eficiente, ainda é restrito o papel da transparência e controle em valorar as empresas e os seus desempenhos.

PALAVRAS-CHAVE: Teoria de Agência; Níveis de Governança Corporativa; Desempenho Operacional; Valor de Mercado.

ABSTRACT:

From the Agency Theory and assumptions of conflict of interest and information asymmetry, this study aimed to analyze whether different levels of corporate governance affect the value creation and operational performance of publicly traded companies listed on BM&FBovespa. With a sample of 327 companies in the year 2014 it was applied panel data technique. The results were not significant, because governance levels did not affect the value (Tobin's Q) and performance (ROA) of the analyzed firms. It was observed that in the Brazilian capital market, inefficient, is still restricted the role of transparency and control of valuing companies and their performances.

KEYWORDS: Agency Theory; Corporate Governance Levels; Operational Performance; Market Value.

¹ Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade de Passo Fundo.

² Doutorando e mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos, graduado em Ciências Contábeis pela Universidade de Passo Fundo. Professor da Universidade de Passo Fundo. Currículo: <http://lattes.cnpq.br/4862442138387866>.

³ Doutoranda e mestra em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos, graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Técnica administrativa da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Currículo: <http://lattes.cnpq.br/8981045734411984>.

⁴ Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos, mestre em Administração Pública e graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa. Docente da Universidade Federal de Viçosa. Currículo: <http://lattes.cnpq.br/0222405169890569>.

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

01 – INTRODUÇÃO

A governança corporativa nas empresas surgiu como resposta aos diversos casos de expropriação da riqueza dos acionistas advindos dos conflitos de agência, oriundos das relações contratuais entre o principal e o agente (SILVEIRA, 2002). A principal função da governança corporativa é mitigar os conflitos de agência provenientes dos acionistas e demais partes interessadas, como clientes, funcionários, fornecedores e comunidade. Cabe ressaltar que os conflitos de agência são geralmente explicados pelos pressupostos de assimetria informacional e conflitos de interesses das partes envolvidas nas relações contratuais (NETO, 2002).

Embora tenham diversas formas de conflitos de interesse nas empresas, a literatura se concentra em dois deles, o primeiro oriundo das relações entre os gestores (agente) e acionistas (principal), sendo este tipo de conflito mais incidente em empresas ou mercados com estrutura de propriedade pulverizada. O segundo, deriva da relação dos acionistas controladores e minoritários, ocorrendo em maior parte em empresas ou mercados com estruturas de propriedade concentradas (SAITO; SILVEIRA, 2008).

No Brasil, conforme Grando (2014), a estrutura de propriedade das empresas brasileiras é marcada fortemente pela sua elevada concentração e ao mesmo tempo por se utilizar de diversos mecanismos de separação entre o fluxo de caixa e a estrutura de propriedade, como estrutura piramidal, acordos de acionistas e a utilização de duas classes de ações. Deste modo, no Brasil, o principal conflito que se estende é entre os acionistas controladores e minoritários, ou ainda o chamado efeito entrincheiramento, onde os acionistas majoritários podem expropriar os acionistas minoritários e a empresa em benefício privado (GRANDO, 2014).

Visando a proteção dos acionistas minoritários e do mercado brasileiro, a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) criou níveis diferenciados que de acordo com seus perfis, as empresas aderem após o cumprimento dos requisitos exigidos que, vão além das suas obrigações legais (BM&FBovespa, 2015). Neste sentido, empiricamente já foram abordadas algumas pesquisas no sentido de

verificar se a adoção aos níveis diferenciados de governança reduz os problemas de agência e propiciam uma maior performance nas empresas ou se estas informações adicionais apenas geram custos informacionais e operacionais.

Conforme descreve Rossoni e Silva (2013), as empresas que aderiram ao Novo Mercado da BM&FBovespa apresentaram um maior valor de mercado, indicando, assim, que os investidores pagam um valor adicional aos ativos destas organizações quando comparados aos ativos de outras empresas. Já na pesquisa realizada por Pitzer (2011), que teve como objetivo analisar a existência da correlação entre a boa governança e o valor de mercado, o estudo verificou que não há influência significativa nos resultados encontrados entre os níveis de governança e o valor de mercado das empresas.

Tendo em vista esses resultados divergentes, esse estudo pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: **Os níveis diferenciados de governança corporativa afetam a criação de valor e o desempenho operacional das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa durante o ano de 2014?** Objetivamente pretende-se analisar se os níveis diferenciados de governança corporativa afetam a criação de valor e o desempenho operacional das empresas de capital aberto no Brasil.

Este estudo justifica-se dada a sua relevância, pois este tema vem ganhando expressividade no meio acadêmico e empresarial no decorrer dos últimos anos. Devido a estes estudos já realizados terem apresentado diferentes resultados, deu-se a necessidade de realizar uma nova pesquisa aplicando uma análise de regressão, para contribuir com tais resultados encontrados, de modo que se possa comparar e analisar se há a relação significativa entre a criação de valor e o desempenho operacional das companhias listadas na BM&FBovespa durante o ano de 2014.

02 – REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 – Governança Corporativa

Ao longo do século XX, a economia de diversos países foi marcada por diversas mudanças, como a integração e o dinamismo do comércio internacional, assim como a expansão das transações financeiras em escala global. Neste contexto, as companhias foram objetos de sensíveis transformações, no que tange a estrutura de controle adotada pela administração, separando os termos propriedade e gestão empresarial (IBCG, 2015).

Neste âmbito, Garcia (2005) destaca que o estudo sobre governança corporativa começa a ganhar notoriedade gradual a partir de meados da década de 1980, mas o termo governança corporativa, foi criado apenas na década de 1990, nos países desenvolvidos, mais especificamente nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha.

Colaborando para tais afirmações sobre o surgimento da governança corporativa Andrade e Rossetti (2009 *apud* SCHWADE, 2011, p.17), “afirmam existirem razões para tal surgimento, dentre elas os conflitos de agência são a razão fundamental para o surgimento da governança corporativa, como as mudanças no macro ambiente, transformações no ambiente dos negócios e revisões institucionais, caracterizadas pelo fato de os investidores institucionais adotarem posturas mais ativas, fortes e intervencionistas em seus países como nas companhias que estes possuíam investimento”.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) descreve que a Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital (CVM, 2002). Este termo foi desenvolvido para definir as regras que regem o relacionamento dentro de uma companhia, dos interesses dos acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores (GARCIA, 2005).

Já o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), afirma que a Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle (IBGC, 2015).

Contribuindo com os conceitos acima citados, na visão de Shleifer e Vishny (1997) a perspectiva sobre a governança corporativa é uma perspectiva de agência simples, baseada na separação entre a propriedade e o controle, que se concentra também em contratos de incentivo, como meio de evitar expropriação da riqueza por parte do principal, sendo uma possível solução para o problema de agência, onde seus mecanismos servem também para estimularem mudanças institucionais nos lugares onde precisam ser feitas.

De acordo com Almeida (2001), a governança corporativa preocupa-se em resolver os conflitos de interesse entre administradores e acionistas, mas com o passar do tempo, voltou-se a resolução dos conflitos entre agentes: acionistas minoritários, acionistas majoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores e sociedade como um todo. Deste modo, a governança corporativa possui como desafio minimizar os potenciais conflitos de interesse entre esses agentes.

Buscando ainda resolver os conflitos que possam existir, a governança corporativa através de suas práticas, também visa proteger as organizações. Conforme destaca a CVM (2002), a adoção de boas práticas de governança corporativa constitui um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade (IBGC, 2015).

No que diz respeito ao alinhamento de interesses, os financiadores assinam um contrato que especifica o que o gerente fará com os recursos e como serão divididos os retornos entre as partes. Mas, de acordo com Shleifer e Vishny

(1997), o problema surge de modo que contingências futuras são difíceis de se prever, como consequência, contratos completos que contemplem tudo que possa ocorrer são impraticáveis.

O modelo principal-agente proposto em contrato supõe que não há custos para a sua realização, porém de acordo com Hart (1995), estes custos podem ser significativos, pois eles podem não estar descritos nos contratos, tornando os contratos incompletos e com possíveis problemas de agência.

Percebe-se assim, a importância do tema governança corporativa, pois é uma alternativa para auxiliar as organizações na gestão e na superação dos conflitos existentes entre gestão e propriedade e tanto outros presentes no meio empresarial.

2.2 – Teoria de Agência

A necessidade do aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta aos diversos casos de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores, advindos dos conflitos de agência, ocorrendo quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas (SILVEIRA, 2002; VILLALONGA; AMIT, 2006).

Devido a isto, surge a teoria da agência, na qual se baseia na transferência da gestão da propriedade do principal para o agente. Nakayasu (2006, p.14) “definem a relação de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) nomeia outra pessoa (agente) para exercer alguns serviços para si, envolvendo a delegação da autoridade na tomada de decisões em alguns aspectos”.

Com essa transferência da gestão da propriedade, surge conflito de agência nas empresas, que a partir da delegação das competências para tomada de decisão aos agentes, quando estes administradores, por terem objetivos divergentes da maximização da riqueza do principal, tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá

sempre em favor do principal (GARCIA, 2005).

As relações contratuais entre o principal e o agente nas empresas é o centro da análise da teoria de agência. Denomina-se principal a pessoa que emprega outra denominada agente para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de um poder de decisão ao agente (GRANDO, 2014).

Neste contexto, cabe destacar a existência da assimetria informacional, dada pelo fato da limitação do principal em monitorar o agente na sua tomada de decisão. Conforme descrito por Tavares Filho (2006) ela ocorre quando os gestores dispõem de informações privilegiadas quanto às perspectivas da empresa, de modo que os investidores e o mercado não dispõem dessas informações devido à ausência na gestão da empresa, causando a assimetria informacional.

O conflito de agência entre os acionistas controladores e os minoritários, ocorre devido a compra das ações do bloco do controle de uma determinada empresa, o que indica que os acionistas controladores poderão ter acesso a certos benefícios especiais, até mesmo tomando decisões que os minoritários não poderiam controlar, agindo de acordo com seus interesses pessoais, causando sérios problemas de governança corporativa (SILVEIRA, 2002).

Colaborando com tais afirmações, Saito e Silveira (2008) descrevem que à concentração do percentual de ações, quando centralizadas em poder dos controladores, levará a uma maior tendência de entrincheiramento dos gestores, consequentemente causando impacto negativo na performance da empresa.

Michalischen (2008) afirma que devido a esses conflitos que poderão existir, uma forma de fazer com que haja um alinhamento entre as ações dos agentes e a maximização da riqueza dos acionistas, é a criação de mecanismos, por meio da governança corporativa que incentivem o agente a tomar decisões de acordo com os interesses dos acionistas, entretanto além dos mecanismos, o autor ressalta ainda que como solução alternativa para o conflito de agência seria oferecer alta remuneração aos gestores, através de contratos de incentivos de longo prazo, alinhando assim os interesses de ambas as partes.

2.3 – Segmentos Diferenciados de Governança no Brasil

Para contribuir com a aplicabilidade das práticas de governança corporativa, a BM&FBovespa, decidiu criar segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de Governança Corporativa, que além do mercado tradicional, passaram a existir novos segmentos diferenciados, sendo Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Estes níveis foram implantados em dezembro de 2000 pela BM&FBOVESPA e objetivam proporcionar um ambiente adequado de negociação e que estimulasse o interesse dos investidores e a valorização das companhias (IBCG, 2015).

A aderência por parte das organizações referentes a estes níveis acarreta inúmeros benefícios para todas as partes interessadas. Conforme ressalta Aguiar (2005), esses compromissos, quando assumidos, auxiliam na prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia, sendo a adoção das regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independente de sua condição na organização, sendo controlador ou investidor.

2.3.1 – Nível 1 de Governança Corporativa

Este nível caracteriza-se por exigir regras mais brandas com relação às práticas de governança corporativa. No Nível 1, estão descritos os compromissos de transparência que as empresas registradas nesse segmento deverão assumir. Tais compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia. No Quadro 1 são apresentados os requisitos estabelecidos no regulamento para aderência ao Nível 1.

Analisando as condições impostas pela BMF&BOVESPA para a aderência ao Nível 1, fica evidente a maior preocupação com a relação de dispersão do capital, bem como a transparência nas informações financeiras, das transações envolvendo ativos de emissão da companhia e o relacionamento com os principais gestores.

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

MARCHIORI, Felipe William; GRANDO, Tadeu; MARTINS, Vanessa de Quadros; BRUNOZI JUNIOR, Antonio Carlos. Os Efeitos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa na Criação de Valor e no Desempenho Operacional das Companhias Brasileiras.

Quadro 1 – Parâmetros para a aderência ao Nível 1 de Governança Corporativa

Parâmetros para a Governança Corporativa – Nível 1
Divulgação de informações adicionais nas ITRs, relatório este divulgado trimestralmente por todas as empresas listadas a Bolsa enviado à CVM e a BM&FBOVESPA:
Demonstrações financeiras consolidadas;
Abertura da posição acionária, por espécie e classe, de qualquer acionista que detiver mais de 5% das ações de cada espécie e classe do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física;
A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal;
Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas;
Relatório de revisão especial emitido por auditor independente;
Inclusão de informações divulgadas nas IANs, documento entregue por todas empresas listadas na Bolsa entregam a CVM e a Bolsa, contendo informações corporativas como:
A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal;
A empresa deve também divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual no qual constem os eventos corporativos programados, tais como: assembleias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais, reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração, dentre outros;
A companhia deve divulgar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinjam os fixados no regulamento de Nível 1;
O acionista controlador deve divulgar, mensalmente, quaisquer negociações relativas a valores mobiliários de emissão da companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuadas.

Fonte: BMF&BOVESPA (2015).

2.3.2 – Nível 2 de Governança Corporativa

No Nível 2 de governança corporativa, as organizações adotam um conjunto mais amplo quanto as práticas de governança, sendo os mais relevantes, os compromissos societários que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas. Os critérios de listagem no Nível 2, além dos presentes no Nível 1, são descritos no Quadro 2.

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

Quadro 2 - Parâmetros para a aderência ao Nível 2 de Governança Corporativa

Parâmetros para a Governança Corporativa – Nível 2
Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas detentores das ações ordinárias, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias;
O Conselho de Administração da companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros com mandato unificado de, no máximo, dois anos;
A companhia não deve ter partes beneficiárias.
Informações das demonstrações financeiras em padrão internacional:
Ao fim do exercício social, elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade, aceitando-se o IFRS ou US Gaap;
Elaborar as demonstrações financeiras trimestrais de acordo com os padrões internacionais ou divulgar as ITRs, no padrão do Nível 2, traduzidas para a língua inglesa;
Para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da companhia no mercado secundário, o regulamento exige que a empresa mantenha percentual mínimo de 25% de ações em circulação;
Quando das distribuições públicas, a empresa deverá garantir esforços para alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos especiais de distribuição que podem ser, dentre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou a distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído;
Após a assinatura de Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, em se tratando de oferta pública inicial de ações (primeira distribuição pública), os controladores e administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses, salvo algumas exceções.

Fonte: BMF&BOVESPA (2015).

Nesse segmento, as companhias se comprometem a estender mais direitos aos acionistas minoritários, bem como buscar um maior grau de profissionalização do conselho da corporação, apresentar um grau mais alto de sofisticação com relação à transparência dos demonstrativos financeiros, apresentando-os nos padrões internacionais.

2.3.3 – Novo Mercado da Bovespa

A adoção dessas regras societárias, propostas pelo Novo Mercado ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparentes e abrangentes. Os requisitos para a adoção deste segmento dependem da adesão de algumas regras relacionadas com a governança corporativa e direitos dos acionistas, conforme apresentado no Quadro 3.

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

Quadro 3 – Parâmetros para a aderência ao Novo Mercado

Parâmetros para a Governança Corporativa – Novo Mercado
O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (<i>tag along</i> de 100%);
Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (<i>free float</i>);
Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

Fonte: BMF&BOVESPA (2015).

Conforme evidencia Peixe (2003), a vantagem para as empresas que participarem do Novo Mercado, vinculam-se em conseguir melhores precificações de suas ações, conseguindo com isso menores custos de captação, baseando-se em que os investidores se dispõem a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência.

Este é o segmento onde as empresas se comprometem voluntariamente a adotarem as práticas de governança corporativa que vão além das exigências nacionais exigidas pela legislação, trazendo segurança a todas as partes interessadas. Conforme destacado por Nakayasu (2006, p. 34) “as regras do Novo Mercado ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas e, ao determinar resolução dos conflitos por meio de uma câmara de arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de alternativa mais ágil e especializada”.

Conforme exposto no quadro 3 acima, verifica-se que o Novo Mercado é uma listagem especial criado pela BM&FBovespa para destacar as empresas com um nível superior de governança corporativa. Desta forma, as organizações que aderirem a este segmento, terão regras rígidas para cumprir, como manter exclusivamente ações ordinárias com direito a voto, sendo proibida a manutenção ou emissão de ações sem direito ao voto. Cabe ressaltar que as exigências são

cumulativas, sendo que exigências estabelecidas no Nível 1 também são exigidas aos que aderirem o Nível 2 com a adição de novas exigências. Na sequência aborda-se os trabalhos empíricos já realizados sobre o assunto.

2.4 – Evidências Empíricas

No que tange aos estudos já realizados na perspectiva da governança corporativa, em relação ao desempenho obtido pelas empresas em relação à aderência das melhores práticas que a governança oferece, cabe destacar a pesquisa de Rossoni e Silva (2013). O estudo verificou que as empresas que aderiram ao Novo Mercado da BM&FBovespa apresentaram um maior valor de mercado, indicando desta maneira, que os investidores pagam um valor adicional aos ativos destas organizações, quando comparados aos ativos médios de outras empresas.

O estudo de Bridger (2006) teve como objetivo verificar a existência de uma relação significativa entre a adoção das melhores práticas de governança corporativa, através da listagem dos três diferenciados níveis, no ano de 2004. Para o valor da empresa foram relacionadas com duas variáveis: *Q de Tobin* e o índice L/P, através de uma análise de regressão. Nos resultados obtidos verificou-se que utilizando o *Q de Tobin*, mostrou-se que somente a aderência do nível mais alto de governança, o Novo Mercado, teve influência significativa no resultado.

Contribuindo com os estudos realizados, Alves (2010) realizou sua pesquisa em companhias não financeiras listadas na BM&FBovespa nos anos de 2007, 2008 e 2009, considerando que a maioria das empresas se mostrou com qualidade de governança corporativa em um nível intermediário, com certa estabilidade no período, mediante a aplicação de regressões multivariadas transversal, estimadas por mínimos quadrados. Sua pesquisa teve como resultado uma associação positiva entre o Índice de Governança Corporativa (IGOV) com o desempenho financeiro das empresas da amostra, sendo as relações mais significativas com os indicadores de lucro operacional sobre o ativo total (ROA) e *Q de Tobin*.

Entretanto, como ressaltado pelo autor Alves (2010), a robustez dos resultados não pode ser garantida, uma vez que a relação positiva e significativa entre o índice de governança corporativa e o desempenho financeiro não foi verificada em todos indicadores testados. Devido a isto, a variável IGOV não apresentou relação consistente e significativa com os indicadores de desempenho Lucro Líquido sobre Patrimônio Líquido (ROE) e Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA), confirmando os estudos anteriores que sugerem que a relação entre governança e desempenho depende da medida de performance considerada (ALVES, 2010).

Cabe destacar o estudo de Neves *et al.* (2007), no qual buscou investigar a relação entre os mecanismos de Governança Corporativa e o desempenho das firmas listadas na BM&FBovespa, entre os anos de 1997 a 2004. Utilizando o ROA e *Q de Tobin* através de uma regressão corte transversal (*cross-section*) para verificar tal associação, verificou-se que tais mecanismos não apresentaram resultados estatisticamente significantes para o modelo estudado.

Pitzer (2011) também procurou analisar a existência de correlação entre a boa governança e o valor de mercado, mensurado através de uma abordagem quantitativa, através de ferramentas de cálculos de Retornos Anormais com Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado na forma logarítmica, onde em sua conclusão abordada, verificou a inexistência de correlação positiva entre os níveis de governança e o valor de mercado das empresas.

Conforme exposto, verifica-se que não há um consenso em relação à influência dos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA com a criação de valor e de desempenho das empresas que aderiram tais níveis, enquanto uns estudos apresentam influências significativas, outros não. Desta forma, surge a necessidade de novos estudos para que se possa contribuir com as pesquisas já realizadas verificando se realmente há influência ou não.

03 – Procedimentos Metodológicos

A pesquisa realizada é de cunho descritivo, documental e quantitativo. A pesquisa é de caráter descritiva, na qual é destacada por Diehl (2004, p.54) “como objeto primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”. O estudo se identifica com esta tipologia por buscar os dados das empresas listadas na BM&FBovespa.

De acordo com Diehl (2004) a pesquisa documental assemelha-se a bibliográfica, sendo que a diferença fundamental entre as duas é a natureza das fontes, enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza fundamentalmente de contribuições e diversos autores sobre o assunto do trabalho, a pesquisa documental se utiliza apenas de materiais que ainda não receberam tratamento analítico ou que ainda podem ser remodelados de acordo o objetivo do trabalho. Nesta pesquisa os documentos, objetos do estudo, são as demonstrações contábeis e os relatórios divulgados pelas companhias abertas no portal da BM&FBovespa.

Por fim, a pesquisa quantitativa, conforme Richardson (2008, p.70) “é caracterizada pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde a mais simples como percentual, média, desvio-padrão, as mais complexas, como coeficiente de correlação e análise”. Nesta pesquisa a utilização do enfoque se deve a forma de investigação para a solução do problema formulado.

3.1 – População e Amostra

O escopo da pesquisa contempla as empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2014, que tiveram seus dados financeiros publicados na base de dados Economática, exceto as empresas de finanças e seguros, não sendo utilizadas em função da incompatibilidade de cálculo das variáveis de estudo.

A população da pesquisa é formada por 359 empresas com 359 observações. Conforme considerado nos trabalhos de Villalonga e Amit (2006), Alves (2010), Silveira (2002) e Bridger (2006):

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

- a) foram excluídas 5 informações onde o *Q de Tobin* é maior que 10 (*outliers*);
- b) eliminadas 17 informações que se demonstraram inconsistentes. Desta forma, a amostra final é composta por 327 empresas com 327 observações. Demonstra-se na Tabela 1, a proporção/participação do número de empresas por níveis de governança corporativa no ano de 2014.

Tabela 1- Proporção/Participação das empresas nos Níveis de Governança Corporativa

Nível de Governança	Nº de Empresas	Percentual
Tradicional	163	50 %
Nível 1 e Nível 2	41	13%
Novo Mercado	123	38%
Total	327	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

3.2 – Coleta e Tratamento dos Dados

As informações contábeis das empresas foram coletadas na base de dados da Economática. Na pesquisa foram utilizados apenas os dados referentes ao ano de 2014, por serem os últimos dados publicados. Em relação aos níveis de governança corporativa estão segregados em Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo coletados no sítio da BM&FBovespa na aba listagem, segmentos de listagem. Os dados estão segregados conforme a Figura 1.

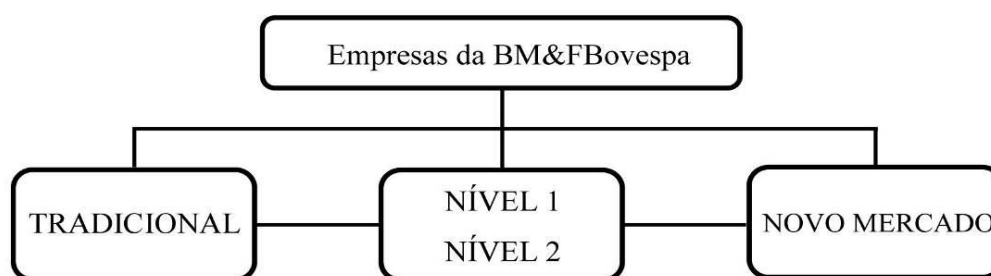


Figura 1 – Apresentação e Segregação dos Dados. Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme demonstrado na Figura 1 o estudo promoveu três divisões para análise dos dados, sendo sistematizadas conforme os níveis de governança. Cabe ressaltar que todas as variáveis independentes atreladas a cada Nível de Governança (NBC) são tratadas como *dummies* nos modelos econométricos que serão tratados a seguir.

3.3 – Definições Operacionais das Variáveis

A escolha da métrica de valor (Q) e do Retorno sobre o Ativo (ROA) tem como base Villalonga e Amit (2006), Silveira (2002) e Alves (2010). No Quadro 4, apresentam-se as variáveis dependentes.

Quadro 4 – Variáveis Dependentes

Nome da Variável	Fórmula	Explicação da Métrica
Q	(Ações Ordinárias + Ações Preferenciais + Dívidas) / Ativo Total	Este índice foi definido com a relação entre o valor da empresa (ações mais dívidas) dividido pelo ativo total.
ROA	<i>Ebitda</i> / Ativo Total	Avalia a relação entre o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização com o ativo total.

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Villalonga e Amit (2006), Silveira (2002) e Alves (2010).

A escolha das variáveis de controle também utiliza como base os estudos referenciados no referencial teórico. Apresenta-se no Quadro 5 as variáveis de controle.

Quadro 5 - Variáveis de Controle

Nome da Variável	Fórmulas / Parâmetros	Explicações da Métrica
Tamanho (TAE)	<i>Log</i> (Ativo)	Tamanho da empresa
Setor	Segmento conforme classificação Econômica	19 setores diferentes, variável <i>dummy</i> para cada setor.
Endividamento (AL1)	Debêntures e Financiamento de Curto e Longo Prazo / Ativo	Endividamento Financeiro total.
ROE para a variável dependente Q	ROE = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Fonte: Elaborado com base em estudos anteriores.

Na próxima seção aborda-se as definições do modelo das variáveis de análise adotados na pesquisa, em relação às variáveis apresentadas nos Quadro 4 e 5.

3.4 – Definição do Modelo e das Variáveis de Análise

A técnica de análise utilizada na estimação é a regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Utilizou-se para operacionalização o software *Eviews 7*.

Para a realização dos testes empíricos, foram testadas inicialmente todas as variáveis que poderiam explicar o principal objetivo do estudo. Para tanto, realizaram-se regressões lineares múltiplas alternativas para mensurar as variáveis significativas e determinar os betas mais representativos que possuíam relação com o *Q de Tobin* e ROA.

Quadro 6 - Modelo Aplicado para Teste das Hipóteses da Pesquisa

Modelo	Equação
1	$Q_i = \beta_0 + \beta_1 (NBC)_i + \beta_2 (TAE)_i + \beta_3 (AL1)_i + \beta_4 (SETOR)_i + \beta_5 (ROE)_i + erro_i$
Modelo	Equação
2	$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 (NBC)_i + \beta_2 (TAE)_i + \beta_3 (AL1)_i + \beta_4 (SETOR)_i + erro_i$

Fonte: Elaborado pelo autor segundo dados da pesquisa.

O Quadro apresenta os modelos para a realização dos testes desta pesquisa. As variáveis são: *Q de Tobin* - *Q*; Nível de Governança - NBC; Tamanho da empresa - TAE; Endividamento - AL1; Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido - ROE; Retorno dos Ativos - ROA. A informação *i* representa a empresa, **erro_i**- Erro residual d modelo de regressão.

O primeiro modelo utilizado para análise é composto pela variável dependente *Q (Q de Tobin)*, que representa o valor das empresas e a independente Nível de Governança Corporativa (NBC) que diferencia os diversos níveis existentes. As demais variáveis que compõe esse modelo são as de controle e o **erro_i** que representa o erro residual do modelo de regressão.

No modelo 2, para a análise efetuada será considerada a variável Retorno dos Ativos (ROA), tendo também como variáveis independentes os Níveis de Governança (NBC). As demais variáveis, exceto o ROE, são as mesmas apresentadas no primeiro modelo.

Cabe ressaltar que todas as variáveis independentes atreladas a cada Nível de Governança (NBC) são tratadas como *dummies* nos modelos econométricos que serão operacionalizados.

No Quadro 7 apresenta-se o sinal esperado dos betas das variáveis independentes, de acordo com a expectativa da pesquisa.

Quadro 7 – Sinais Esperados para as Variáveis Independentes

Variável Dependente	Sinal Esperado para a variável independente (NBC)
Q	$\beta > 0$
ROA	$\beta > 0$

Fonte: Elaborado pelos autores conforme dados da pesquisa.

3.5 – Limitações do Método

Dentre as várias limitações presentes no estudo, pode-se levar em consideração o período de estudo analisado que foi apenas um ano compreendendo o período de 2014, podendo não explicar o comportamento real dos dados analisados. Considera-se, ainda, a endogeneidade do modelo econométrico utilizado, bem como as limitações das variáveis de controle, podendo ser consideradas outras variáveis além das consideradas.

04 – Resultados e Discussões

4.1 – Estatísticas e Análises Descritivas

Para a análise descritiva das variáveis dependentes (Q e ROA), estratificadas de acordo com os níveis de governança considerou-se as medidas de média, desvio padrão, máximo e mínimo, e o número das informações por nível. A Tabela 2 apresenta um resumo estatístico das variáveis utilizadas na regressão para que se avaliem suas magnitudes e dispersões.

Tabela 2 - Análise descritiva das variáveis dependentes do estudo

Variável	Tipo de Controle	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Nº Informações
Q	Tradicional	1,516	1,288	8,609	0,270	106
	Nível 1 e 2	1,025	0,297	1,729	0,555	40
	NM	1,409	0,883	5,130	0,481	122
	Geral	1,394	1,022	8,609	0,270	268
ROA	Tradicional	-0,289	1,331	4,400	-8,486	163
	Nível 1 e 2	0,076	0,085	0,185	-0,229	41
	NM	0,072	0,148	0,276	-0,840	123
	Geral	-0,107	0,961	4,400	-8,486	327

Fonte: Elaborado pelos autores conforme dados da pesquisa.

Na comparação das médias, nota-se que as empresas do mercado Tradicional possuem um Q maior em relação ao Nível 1 e 2 e Novo Mercado obtendo o valor de 1,516. No Desvio Padrão observou-se que o Q foi maior também no Nível Tradicional com valor de 1,288, já o menor Desvio apresentou-se nas empresas do Nível 1 e 2.

Na variável ROA, observa-se que as empresas do Nível 1 e 2 em comparação com as do Novo Mercado não apresentaram significativas variações na Média. Verificou-se o menor ROA nas empresas do Tradicional com uma média de -0,289. O Desvio Padrão, as empresas do mercado Tradicional foram as que apresentaram o maior retorno sobre os ativos.

Deste modo, verifica-se através da análise descritiva realizada, que as empresas que apresentaram o maior Q foram as que estiveram classificadas no Tradicional, pois obtiveram a maior média e a maior variabilidade. Já na variável ROA, nota-se que os resultados foram semelhantes entre o Nível 1 e 2 e Novo Mercado. As empresas do nível Tradicional foram as que apresentaram o pior resultado operacional.

4.2 – Resultados e Análises das Regressões

Após a análise descritiva das variáveis, para aplicação do modelo de regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados ordinários, utilizado para estudar o comportamento conjunto de duas variáveis quantitativas distintas, ou

seja, como forma de medir o grau de associação entre as duas variáveis aleatórias X e Y , realizaram-se alguns testes para as hipóteses atreladas à regressão linear múltipla.

Inicialmente analisou-se a colinearidade das variáveis através da Matriz de correlação Pearson nos dois modelos da pesquisa. A colinearidade é configurada quando índices elevados de correlação são encontrados, pois indicam similaridade entre as variáveis explicativas que se potencializam e prejudicam as estimativas dos betas do modelo. Os resultados de todas as combinações foram inferiores a 0,60, o que indica não haver forte correlação entre as variáveis, conforme a pesquisa de Grando (2014).

Apurou-se também o teste de inflação da variância (VIF), a fim de verificar a multicolineariedade entre as variáveis. Segundo Baum (2006), a interpretação do teste (VIF) pode ser feita levando em consideração que valores acima de 10,00 evidenciam indícios de multicolineariedade. Os resultados do teste VIF em nenhum dos casos foi superior a 10,00.

Observou-se também a heterocedasticidade dos resíduos dos modelos (H_0 : Homocedasticidade; H_1 : Heterocedasticidade) por meio do Teste *White*. O modelo da pesquisa apresentou heterocedasticidade, que pode ser definida como uma forte dispersão dos dados em torno da reta ou uma dispersão dos dados perante um modelo econométrico regredido. Com isso utilizou-se a matriz de correlação *White Cross-Section* no modelo para tratamento dos dados.

Verificou-se a autocorrelação por meio do teste de *Breusch-Goodfrey* (H_0 : Não há autocorrelação; H_1 : Há autocorrelação) e pelo valor de *DW - Durbin-Watson*, que pode ser descrito como uma medida que informa o quanto o valor de uma realização de uma variável aleatória é capaz de influenciar outras variáveis próximas. Os dados encontrados no teste apresentaram não haver autocorrelação, não havendo problemas de inconsistências.

Posto isto, conforme a Tabela 3, apresenta-se os resultados do modelo de regressão conforme o problema de pesquisa. Salienta-se que a variável *dummy* “base – de comparação” é a que representa a governança corporativa Tradicional.

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

Tabela 3 – Resultados para o modelo com a variável dependente Q - Tobin

$Q_i = \beta_0 + \beta_1 (NBC)_i + \beta_2 (TAE)_i + \beta_3 (AL1)_i + \beta_4 (SETOR)_i + \beta_5 (ROE)_i + erro_i$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Var. Indep.	Nível 1 e Nível 2	-0.069771	0.204873	-0.340556	0.7338
	Novo Mercado	0.150692	0.200633	0.751082	0.4535
Variáveis de Controle	TAE	-0.183442	0.076964*	-2383475	0.0181**
	AL 1	-0.016336	0.240373	-0.067959	0.9459
	ROE	0.147062	0.064874*	2.266.897	0.0245**
	C	3.443.628	1.067.557	3.225.710	0.0015***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q - Tobin			
	N	221			
	Efeito	Setor			
	Adjusted R-squared	0.293581			
	Durbin-Watson stat	2.050.786			
	Prob (F-statistic)	0.000000			

Fonte: Elaborado pelos autores segundo dados da pesquisa.

A tabela apresenta os resultados da regressão. Na coluna são apresentados os Betas (Coeficientes); o erro padrão, o t-estatístico e as significâncias das variáveis ***1%; **5% e *10%. Também se apresentam os parâmetros gerais do modelo. As variáveis analisadas são Q de Tobin – Q; Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa; Tamanho – TAE; Endividamento - AL1 e Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido – ROE.

Na comparação entre as empresas do nível Tradicional, Nível 1 e Nível 2, o coeficiente foi -0.069771, entretanto não é estatisticamente significativo, não podendo inferir diferenças entre os resultados. Na comparação das empresas do nível Tradicional com o Novo Mercado o coeficiente foi 0.150692, mas novamente estatisticamente não há significância no resultado, não podendo inferir diferenças nos resultados.

Em relação às variáveis de controle, percebeu-se que o Log do Ativo foi importante para o modelo afetando negativamente no *Q de Tobin*. Cabe destacar que o Endividamento não teve importância significativa. Quanto ao ROE, o mesmo demonstrou-se importante para o modelo afetando positivamente. Dentre os setores que foram analisados, observou-se que apenas os setores comércio, energia elétrica, outros, papel e celulose telecomunicações e transportes e serviços foram importantes para o modelo.

A seguir encontram-se na Tabela 4 os resultados do segundo modelo de regressão conforme o problema de pesquisa. Salienta-se que a *Dummy* “base” é a Tradicional.

No que diz respeito à equação composta pela variável dependente ROA,

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

na comparação entre as empresas do nível Tradicional e Nível 1 e Nível 2, o coeficiente foi -0.024857, entretanto ele não é estatisticamente significativo, desta forma não podendo inferir diferenças entre os resultados. Na comparação das empresas do nível Tradicional com o Novo Mercado o coeficiente foi de -0.009613, mas novamente estatisticamente não há significância no resultado, não podendo inferir diferenças nos resultados.

Tabela 4 – Resultados para o modelo com a variável dependente ROA

$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 (NBC)_i + \beta_2 (TAE)_i + \beta_3 (AL1)_i + \beta_4 (SETOR)_i + erro_i$					
Classificação	Variáveis	Coeficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Var. Indep.	Nível 1 e Nível 2	-0.024857	0.019647**	-1.265135	0.2072
	Novo Mercado	-0.009613	0.017090**	-0.562496	0.5744
Variáveis de Controle	TAE	0.018447**	0.007506***	2.457.498	0.0148**
	AL 1	-0.126486	0.045136**	-2.802.325	0.0055***
	C	-0.551754	0.283354	-1.947.223	0.0528*
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	ROA			
	N	240			
	Efeito	Setor			
	Adjusted R-squared	0.227342			
	Durbin-Watson stat	1.911.857			
	Prob (F-statistic)	0.000000			

Fonte: Elaborado pelos autores segundo dados da pesquisa.

A tabela apresenta os resultados da regressão. Na coluna são apresentados os Betas (Coeficientes); o erro padrão, o t-estatístico e as significâncias das variáveis ***1%; **5% e *10%. Também se apresentam os parâmetros gerais do modelo. As variáveis analisadas são *Q de Tobin* – Q; Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa; Tamanho – TAE e Endividamento-AL1.

Em relação às variáveis de controle, nota-se que o *Log* do Ativo foi importante no modelo afetando positivamente o ROA. O endividamento, importância significativa afetando negativamente o modelo. Dentre os setores analisados observou-se que apenas os setores alimentos e bebidas e *software* e dados tiveram importância pra o modelo.

Nota-se ainda que o grau de explicação do modelo no Q foi de 29%, enquanto no ROA o grau de explicação foi de 22%. Indicou-se um poder mais explicativo do modelo quando é considerada a criação de valor (valor de mercado).

Deste modo, conforme exposto na análise acima, infere-se que os níveis superiores de governança corporativa não são capazes de influenciar no desempenho operacional e valor de mercado. Visto que as variáveis de teste não foram estatisticamente significantes para o modelo de tal forma de que pudessem

inferir diferenças nos resultados.

Tendo em vista os resultados encontrados, os níveis de governança não influenciaram na mitigação dos conflitos de agência e na assimetria de informação. Assim, pode-se supor que os recursos desembolsados pelas empresas para obterem maior transparência para estarem em níveis diferenciados não é compensatório.

Os resultados encontrados nessa pesquisa confirmam as premissas dos estudos realizados por Pitzer (2011) e Neves et al. (2007) e contrariam os estudos de Bridger (2006), Alves (2010) e Rossoni e Silva (2013) nos quais observaram correlação positiva entre os níveis de governanças e, desempenho operacional e valor de mercado.

05 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar se os níveis diferenciados de governança corporativa afetam a criação de valor e o desempenho operacional das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa no ano de 2014. Para o atendimento desse objetivo foi aplicado na metodologia a técnica de análise de regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários, com a utilização de um modelo econométrico, realizando regressões múltiplas para mensurar as variáveis significativas e determinar os betas e suas relações com as variáveis dependentes de valor (Q de Tobin) e desempenho operacional (ROA).

Os resultados da pesquisa são divididos em dois, sendo a análise descritiva e a análise estatística do modelo. Na análise descritiva notou-se que as empresas que obtiveram o maior Q estiveram classificadas no Tradicional, pois as mesmas apresentaram a maior média, e também a maior volatilidade segundo o desvio padrão. Em relação a variável ROA notou-se que os resultados das empresas que estão classificadas no Novo Mercado e no Nível 1 e 2 são semelhantes, sendo que o pior resultado operacional é nas empresas classificadas no nível Tradicional.

Na análise dos modelos econométricos, observou-se que os níveis de

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

governança corporativa não são capazes de influenciar no desempenho operacional e valor de mercado, tendo em vista que não são significantes para o modelo a ponto de inferir diferenças nos resultados. Com isso, verifica-se que os níveis de governança corporativa não são capazes de influenciar na mitigação dos conflitos de agência e na assimetria de informação. Deste modo, não propiciando vantagens competitivas às empresas que aderem a tais níveis.

Tais resultados encontrados na pesquisa corroboram com as premissas dos estudos realizados por Pitzer (2011) e Neves et al. (2007) e divergem dos resultados das pesquisas de Bridger (2006), Alves (2010) e Rossoni e Silva (2013). Estes resultados divergentes deixam um campo para futuras pesquisas.

Como limitação da pesquisa, verifica-se o período do estudo no qual compreendeu apenas um ano, podendo, deste modo, não explicar realmente as variações dos dados analisados, e também a utilização limitada de variáveis de controle no modelo. Considerando estas limitações e visando ao desenvolvimento de novos estudos, sugere-se que se realize uma pesquisa com maior número de períodos e com a inclusão de novas variáveis, como por exemplo, a estrutura de propriedade e controle.

06 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, G. P. *Governança corporativa e geração de valor aos acionistas*. 2005. 50 p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Economia) – Faculdade de Economia - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ.

ALVES, Erick dos Santos. *Governança Corporativa, Desempenho e risco no Brasil*. 2010. 134 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado Profissional em Regulação e Gestão de Negócios) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, DF.

BAUM, C. F. *An introduction to modern econometrics using stata*. Stata Press, 2006.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. *Níveis de Governança*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Folder_Nivel1.pdf>. Acesso em

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

20 de abr. 2015.

BRIDGER, Gabriel V. *Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança sobre Valor no Mercado de Capitais Brasileiro*. 2006. 200 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Finanças) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. *Empresas*. Disponível em: <<https://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 20 de abr. 2015.

DIEHL, Astor Antônio. *Pesquisa em Ciências Sociais Aplicadas: Métodos e Técnicas*. 1 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2004.

FILHO, Francisco Tavares. *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: Uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa*. 2006. 110 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

GARCIA, F. A. *Governança Corporativa*. 2010. 40 p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ.

GRANDO, Tadeu. *O impacto da Separação entre o Fluxo de Caixa e o Controle Acionário no Valor das Empresas Brasileiras*. 2014. 154 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS.

HART, Oliver. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.

IBCG - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Conceitos sobre Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em 16 de abr. 2015.

MICHALISCHEN, F. *Evidências da migração de empresas de capital aberto para os níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa: Um estudo de Evento*. 2008. 200 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

Revista Brasileira de Gestão e Engenharia – ISSN 2237-1664 Centro de Ensino Superior de São Gotardo	Número XIII Jan-jun 2016	Trabalho 04 Páginas 67-93
http://periodicos.cesg.edu.br/index.php/gestaoeengenharia	periodicoscesg@gmail.com	

NAKAYASU, G. N. *Um impacto do anúncio da adesão das ações aos níveis diferenciados de Governança Corporativa no Brasil*. 2006. 120 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

NETO, R. M. R. *A importância da Governança Corporativa na Gestão das Empresas: O Caso do Grupo Orsa*. 2002. 69 p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Administração) - Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

NEVES, Antonio Jose Barbosa das; SILVA, Victor Gomes da; ALMEIDA, José Elias Feres de; GOLDNER, Fábio. A Relação entre Performance e as Estruturas de Governança Corporativa das Firms listadas na Bovespa: Estudo Empírico Baseado no Posicionamento Estratégico. IN: ENANPAD, XXXI, 2007, Rio de Janeiro, RJ. *Anais...* Rio de Janeiro, RJ: ANPAD, 2007.

PEIXE, F. C. D. *Novo Mercado: Obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1de Governança Corporativa*. 2003. 89 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

PITZER, Márcio. *A influência do Nível de Governança Corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na Bovespa*. 2011. 130 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial) – Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro, RJ.

RICHARDSON, R. *Pesquisa Social: Métodos e Técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ROSSONI, Luciano; MACHADO-DA-SILVA, Clovis L. Legitimidade, Governança Corporativa e Desempenho: Análise das Empresas da BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas*, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.

SAITO, R; SILVEIRA, A. D. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SCHWADE, G. *Um estudo sobre o impacto de práticas de Governança Corporativa*

no desempenho das ações. 2011. 70 p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Ciências Econômicas) – Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Dimiceli. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 260 p. Tese de Doutorado (Doutorado em Administração) - Faculdade de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

SILVEIRA, Alexandre Dimiceli. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. 2002. 127 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. How do Family Ownership, Control, and Management affect Firm Value. *Journal of Financial Economics*, v. 80, n. 1, p. 385-417, 2006.