

GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DA EMPRESA: UMA ANÁLISE SETORIAL NO MERCADO BRASILEIRO

Leandro Lucas Jorge Ribeiro
Natália Alves Tavares
Paulo Vitor Jordão da Gama Silva

RESUMO ESTRUTURADO

Introdução/Problematização: A Governança Corporativa regulamenta as ações dos administradores para atender aos interesses dos financiadores e das partes interessadas nas empresas, visa a não exploração das partes e agrega valor à empresa.

Objetivo/proposta: O objetivo desta pesquisa é verificar como a Governança Corporativa pode impactar no valor das empresas de capital aberto, no mercado brasileiro, em cada setor de produção de acordo com a classificação da B3.

Procedimentos Metodológicos: Foi realizada uma regressão múltipla sendo o Valor da Empresa a variável endógena e 9 variáveis independentes representando a qualidade de gestão de governança. O período contemplando para análise foi de 2010 a 2020.

Principais Resultados: As variáveis de Governança mais significativas foram o Nível de Investimentos, Setor Especial e Idade de Mercado. Os setores que consideraram mais variáveis da Governança foram os Setores de Consumo Cíclico e de Utilidade Pública. Os setores que se mostraram mais ajustados ao modelo foram o Setor de Comunicação e o Setor de Tecnologia da Informação. As variáveis de Controle (Estatual ou Privado) e a Idade do CEO foram as que se mostraram menos significativas na construção dos modelos, impactando positivamente apenas os Setores de Petróleo, Gás e Combustíveis e o Setor de Materiais Básicos.

Considerações Finais/Conclusão: Percebeu-se que as empresas que possuem maior nível de investimentos (calculado como a razão entre o saldo da conta investimentos e o montante do patrimônio líquido), que participam de algum dos Níveis do Setor Especial da B3 e estão mais consolidadas no mercado acionário são as que apresentam melhores resultados no Valor da Empresa.

Contribuições do Trabalho: Apesar de cada setor reagir de forma diferente às variáveis da Governança Corporativa para a estimação do Valor de Mercado, foi importante observar que esta análise ainda é nova, não há muitos modelos considerando muitas variáveis em sua estrutura, mas nota-se a importância dos fatores de governança no valor das empresas ao longo do período analisado.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Valor da Empresa; Análise Setorial; Empresas listadas na B3; Mercado Brasileiro.

1. Introdução

No meio empresarial, a Governança Corporativa (GC) entra em evidência desde uma série de escândalos contábeis que eclodiram com a Eron em 2001 e ganhou força com a crise financeira de 2008 (SILVA, 2012). Atualmente, como observado por Silva (2018), a GC não é caracterizada por um modismo, mas um sistema de aperfeiçoamento de gestão caracterizado principalmente pela transparência, prestação de contas, equidade e conformidade (os quatro pilares da governança), que buscam auxiliar na captação de investimentos, no incremento dos lucros e nas oportunidades de desenvolvimento, já que a adoção de práticas de GC beneficia a empresa com a melhoria no alinhamento de interesses entre acionistas e demais partes interessadas.

Segundo Lameira e Ness Jr. (2011), as pesquisas sobre governança corporativa cada vez mais buscam novos aspectos em meio a um conjunto de fatores a serem analisados para a tomada de decisão por parte dos investidores, como: a) a estrutura de propriedade e controle da empresa; b) o ambiente de negócios corporativos onde a empresa atua; c) o ambiente regulatório; d) a capacidade de *enforcement* existente; e) a política de incentivos praticada pela empresa em relação aos administradores; e f) algumas características específicas de cada organização, como a forma de estruturação do conselho de administração, a existência e atuação de comitês, a possibilidade de *tag along*, por exemplo.

Em trabalhos anteriores realizados no mercado Brasileiro como os de Silveira, Barros e Famá (2003), Okimura (2003), Lameira, Ness Jr. e Macedo-Soares (2007), Andrade *et al.* (2009), buscaram avaliar variáveis de governança corporativa com o valor das empresas e contribuíram de forma significativa para a literatura ao identificarem relações com boas práticas de governança e valor de empresas, porém, apresentaram um período curto para análise e ausência de uma avaliação mais minuciosa em caráter setorial segundo a B3 - inclusive, para melhor comparação com estudos internacionais e outros mercados com modelos de governança distintos.

Este trabalho busca contribuir para a literatura, em relação aos trabalhos publicados anteriormente sobre a temática, na medida em que contemplará um período de tempo nunca antes analisado (abordando 10 anos de dados após a crise de 2008) com a contribuição adicional de avaliação dos resultados de forma setorial para averiguar se a influência da qualidade da gestão de governança poderá afetar os setores (segundo a B3) de forma diferenciada, inclusive, fornecendo uma base comparativa maior e mais sólida para se analisar estudos em outros mercados e observando também os setores em que há uma grande concentração de empresas públicas e privadas.

Nesse contexto, questiona-se neste artigo como a estrutura de governança corporativa pode impactar no valor das empresas de capital aberto, no mercado brasileiro, em cada setor de produção de acordo com a classificação da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão – bolsa de valores brasileira) e em relação aos segmentos de governança em si. Para isso, as amostras das empresas não financeiras serão inicialmente filtradas ao se verificar a liquidez de suas ações no período de 2010 – 2020 (assim como apontado em ANDRADE *et al.* 2009) e posteriormente serão confrontadas por meio de regressão múltipla com a variável dependente de valor da empresa representada pelo Q de Tobin (com origem em TOBIN e BRAINARD, 1976 e adaptado segundo ERMEL e MEDEIROS, 2020) e as variáveis independentes que serão representadas por variáveis de qualidade de gestão de governança.

O trabalho abordará inicialmente um panorama geral da GC no Brasil, analisando seu desenvolvimento histórico, os principais modelos de governança utilizados em diversos países

(Modelo Anglo-saxão, Alemão, Japonês, Latino-Europeu e Latino-americano) e o modelo aplicado no Brasil, bem como seu aperfeiçoamento e estratégias. Em seu terceiro item será abordada a metodologia utilizado no desenvolvimento do trabalho; no item 4 será abordado os resultados e discussões com a literatura; e finalmente sua conclusão do estudo e sugestões para pesquisas futuras.

O artigo busca um diálogo com os meios acadêmicos fazendo jus a extensa bibliografia produzida sobre o tema e objetivamente trazer ao corpo estudantil que se dedica ao estudo da Governança Corporativa novas elucidações sobre o assunto, assim como dialogar com empresas públicas e privadas que buscam na estrutura de GC uma ferramenta de otimização de desempenho e valorização, deixando sua inovadora contribuição a temática.

2. Fundamentação Teórica

2.1. O Panorama da Governança Corporativa no Brasil

Segundo o Jornal Contábil (2017), no início dos anos 2000, eclodiu uma crise internacional de confiança, devido a uma série de escândalos, que se deu com algumas empresas como Enron, Arthur Andersen e várias outras instituições financeiras. No ano de 2001, a Enron Corporation era considerada uma das maiores companhias da área de energia e estava entre as dez maiores empresas dos Estados Unidos. A WorldCom era considerada uma grande potência dentro do setor de telecomunicações, sendo a primeira operadora mundial com serviços de internet e a segunda maior operadora americana de telecomunicações a longa distância, chegando ao início dos anos 2000 como uma empresa símbolo da euforia americana. Dentre essas empresas, pode-se citar também a Xerox, Arthur Andersen, Adeptia e Parmalat.

Ambas as empresas têm algo em comum, a ocultação de grandes perdas econômicas decorrentes do baixo desempenho, ocasionando sérios problemas como fraudes contábeis. Segundo Alvares e Gusso (2008), a descoberta destas práticas fraudulentas de cifras astronômicas trouxe uma enorme descrença aos investidores, além de quebrar a credibilidade das instituições e surpreender todo o mercado. A crise também desencadeou o envolvimento de negociação das ações por pessoas com posse de informações privilegiadas e empréstimos problemáticos para administradores.

De acordo com Benedicto *et al.* (2013), a crise de credibilidade corporativa não se restringiu aos Estados Unidos. A Europa também sofreu com escândalos em empresas do continente. O mesmo ocorreu com o Brasil, que teve crises que afetaram a credibilidade do mercado brasileiro, como o caso da maior construtora do país, a Encol S/A – Engenharia, Comércio e Indústria que teve uma fraude descoberta após a sua falência de R\$ 2,5 bilhões.

Como resposta a estes escândalos, que desafiaram os controles do sistema acionário americano, em julho de 2002 foi sancionada a Lei Sarbanes- Oxley (SOX) pelo governo dos Estados Unidos. A SOX foi introduzida como uma resposta legislativa para intervenção no mercado, mas teve objetivo de restaurar a confiança dos investidores e evitar que a crise chegasse a proporções muito maiores (Colla, 2021).

Para Alvares e Gusso (2008) a estrutura de governança corporativa é responsável por definir os deveres e responsabilidades distribuídos entre diferentes partes interessadas, como acionistas e diretores. Os órgãos que irão compor a estrutura da governança corporativa são: Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitês, Secretaria de Conselho, Auditoria Independente, Auditoria Interna, Ouvidoria e Corregedoria, além dos diretores, acionistas e CEO).

A Governança Corporativa no Brasil passou constantes modificações para atender às demandas exigidas em cada período. Na Tabela 1 estão reunidos as principais alterações e inclusões em cada processo.

Tabela 1. Evolução da Governança Corporativa no Brasil.

Anos	Descrição
1950 e 1970	- Boom na bolsa do Rio de Janeiro. - Surgimento de grandes conselhos brasileiros, como: Docas, Monteiro Aranha e Alpargatas.
1980	- Mercados de capitais pequenos no Brasil. Poucas empresas apresentavam liquidez.
1990	- Definição do papel da auditoria externa devido aos grandes escândalos nacionais: Banco Nacional, Econômico, Bandeirantes, Noroestes e Bamerindus.
1995	- Criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que depois passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
1997	- Aproximadamente 50 empresas brasileiras registradas na New York Stock Exchange com operações de ADR.
1998	- Criado o primeiro fundo voltado para a Governança (Dynamo Puma), no programa de valor e liquidez.
1999	- O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, ex- IBCA) lança o código em maio de 1999, quando a expressão “governança corporativa” ainda era desconhecida no Brasil.
2000	- Criação dos Níveis Diferenciados de governança N1, N2 e do Novo Mercado pela bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA). - O IBGC realiza o 1º congresso Brasileiro de Governança Corporativa.
2001	- Nova Lei das S.A é reformada (Lei nº 10.303/01). - Criação do Índice de Governança Corporativa (IGC) – BM&FBOVESPA.
2002	- CVM lança instruções nº 361 sobre Oferta Pública de Ações (OPA).
2003	- O primeiro de vários escândalos na Europa Continental sobre problemas de governança corporativa envolve a Parmalat.
2004	- O IBGC lança, em edição revista e ampliada, a 3ª edição do código.
2005	- Publicação do 1º volume do Guia de Orientação para o Conselho Fiscal pelo IBGC.
2006	- Sadia e Perdigão: primeiro caso de tentativa de tomada de controle hostil.
2007	- Lei nº 11.638/07: alterações da Lei das S.A. e a convergência para contabilidade internacional (IFRS).
2008	- Perdas bilionárias em operações com derivativos (forte variação cambial) por companhias como Aracruz e Sadia.
2009	- IBGC lança quarta edição (2009) do código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.
2010	- As empresas passam a publicar balanços seguindo a norma internacional IFRS.
2011	- Criação do código ABRASCA de autorregulação de boas práticas das companhias abertas.
2012	- Aprovada a Lei nº 12.683, que alterou a Lei de Lavagem de Dinheiro, trazendo impactos para organizações.
2013	- Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) começa a funcionar.
2014	- Passam a vigorar regras de governança para empresas listadas no segmento Bovespa Mais.
2015	- O IBGC lança a Carta Diretriz nº 05 da Sociedade de Economia Mista (SEMs).
2016	- Lançamento do código brasileiro de governança corporativa
2017	- Aprovação, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Conselho Administrativo.
2018	- CVM 586 - Modelo “Pratique ou Explique” e NM Novo Regulamento (Novas regras para o Novo Mercado)
2019	Lei Geral de Proteção de Dados e CVM 607 com Novas normas sobre multas compulsórias

2020	- Em tempos de colapso, como no caso da pandemia do coronavírus, a governança corporativa foi fundamental para melhorar a conexão entre sócios. É necessário um relacionamento eficiente, que apresente transparência entre as partes
2021	- Governança Corporativa se torna ainda mais fundamental após o pico da pandemia do Covid-19, estabelecendo transformações nas companhias.
2022	- As empresas precisam avaliar suas práticas de governança, ajustando para a realidade da pandemia.

Fonte: SILVA (2016, p.48-63) e adaptado pelos autores.

Segundo Silveira (2002) os benefícios para a governança corporativa na organização, trata dos benefícios externos, que se associam a maior facilidade de captação de recursos e a redução do custo de capital e os benefícios internos, os quais são vinculados ao aprimoramento do processo de decisão da alta gestão. Na atuação da governança corporativa externa parte das organizações diferenciam nas atividades que contribuem para o aumento dos investidores e o custo de capital próprio, os de terceiro por meio de debêntures, empréstimos a longo prazo resultando a ponderação do capital a médio prazo. A atração é um ponto considerado relevante para a formação do capital (STEINBERG, 2003).

2.2. Principais Modelos de Governança e os Caminhos do Modelo Brasileiro

A Governança Corporativa provê o *framework* estratégico necessário para obtenção de resultados e desempenho esperados para as organizações. Enfatiza o autor que não há dúvidas que a boa governança é inexoravelmente ligada ao bom desempenho e atendimento de metas, contudo, não há um modelo único a ser seguido. Há divergências quanto ao estilo, estrutura e enfoque, porém para Silva (2017) todos se baseiam nos princípios da transparência, independência e prestação de contas (*accountability*).

Como observado por Silva (2017), cada governo vai manter suas particularidades e práticas locais de governança - algumas nações apresentam o modelo familiar como dominante outras tem no capital difuso sua maior expressão. Os principais modelos que temos são:

- Modelo anglo-saxão: Sua principal característica é a separação entre propriedades e gestão, o controle por parte dos acionistas, além da proteção dos acionistas minoritários. Esse modelo propõe um código de boas práticas tanto por parte de instituições do mercado de capitais como por parte dos investimentos institucionais. Sua característica principal é a separação entre propriedades e gestão, o controle por parte dos acionistas, além da proteção dos acionistas minoritários;
- Modelo Alemão: Nesse modelo o mercado de capitais não tem muita presença como no Anglo-Saxão. A gestão é compartilhada entre as empresas e acionistas e é aberta para diversos interesses;
- Modelo Japonês: Esse modelo é muito semelhante ao Alemão, mas a gestão não chega a ser aberta para diversos, mesmo sendo compartilhado entre as corporações. Além disso, com o crescimento da Bolsa em Tóquio, a tendência é de que se abra mais espaço para o mercado de capitais;
- Modelo latino-europeu: Nesse modelo as forças externas não são muito atuantes e não têm muita proteção para os acionistas minoritários, o que gera muitos conflitos de

agenciamento. Na grande maioria das vezes, as organizações são familiares ou controladas por grupos consorciados e têm sua propriedade concentrada;

- Modelo latino-americano: Dentre os modelos de governança corporativa esse é o que ainda está na fase de desenvolvimento, mas já tem uma predominância da alavancagem e a propriedade concentrada voltada para o interesse dos acionistas majoritários, que praticamente acaba gerando os mesmos conflitos existentes do modelo Latino-Europeu;
- Modelo Brasileiro: As consultorias de Korn-Ferry, citadas por Andrade e Rossetti (2004), realizaram uma pesquisa sobre tendências de governança corporativa no Brasil, e os resultados mostraram uma crescente adesão às melhores práticas. Sendo relacionadas às mudanças em curso no país: o atual, o emergente e o de mercado.

De acordo com Alvares e Gusso (2008), a evolução do modelo de governança corporativa no Brasil avança do modelo atual, onde as organizações são geridas por poucos acionistas e com práticas informais de governança, para o modelo emergente, levando em consideração uma profissionalização onde a empresa é administrada por poucos acionistas controladores, mas utiliza a governança formal e o acesso ao capital para executar suas estratégias no mercado tradicional, e, finalmente, para o modelo de mercado, com uma gestão compartilhada, em que a empresa com controle compartilhado e gestão formal tem a devida capacitação financeira para sua competição global.

2.3. Estudos Anteriores Relacionados

Silveira, Barros e Famá (2003) analisaram a Estrutura de governança corporativa e valor das companhias abertas brasileiras. Por meio de regressão múltipla do tipo seção transversal, onde a fórmula utilizada para o cálculo da liquidez das ações é a adotada pelo sistema de informações Econômica e utilizando como variáveis a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho administrativo, tamanho do conselho e o grau de independência do conselho. Tendo como resultado mais importante, a variável que mais se destacou sendo a de separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho administrativo, evidenciando que, em média, as empresas possuem pessoas distintas ocupando esses cargos são mais valorizadas pelo mercado brasileiro.

Carvalho (2021) analisou como os mecanismos internos e externos da governança corporativa influenciam o desempenho das aquisições corporativas de empresas americanas de capital aberto. Por meio do modelo de regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários, constatou-se que, dentre os mecanismos internos, a presença de concentração acionária na propriedade foi a mais significativa, com associação positiva de 7% no desempenho dos adquirentes. Já nos mecanismos externos, a Contratação de Consultoria na Operação de Aquisição, a Presença de Investidores Institucionais e a Densidade do Setor de aquisições tiveram maior associação com o desempenho de aquisições. Além disso, o autor constatou que as interações entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa influenciam no desempenho das aquisições.

Santos (2021) analisou a Governança Corporativa e o desempenho econômico, fazendo uma avaliação para empresas listadas na B3 utilizando modelos dinâmicos com dados em painel. Por meio de modelos de regressão para dados em painel e modelos de Método Generalizado de Momento (GMM) utilizando o logaritmo de Q de Tobin das firmas como medida de criação de valor. Constatou-se que, os níveis de governança N2 e NM tem impacto positivo e significativo sobre as medidas de desempenho econômico. Quando controlados

efeitos de endogeneidade, os resultados indicaram que a variável que captura o efeito governança corporativa não é significativa para explicar a capacidade de geração de valor das firmas que atuam na B3, não confirmando, assim, a hipótese inicial de pesquisa.

Zittei (2021) fez uma análise da relação entre as deficiências dos controles internos, a governança corporativa e a qualidade da informação contábil. Por meio de uma regressão linear múltipla com dados em painel, complementarmente, foi realizada a estatística descritiva e a correlação de Pearson. Após analisar dados referentes ao período de 2015 a 2017 de empresas listadas na B3, utilizando variáveis como tamanho da empresa, endividamento e crescimento, os resultados sinalizam para as empresas a importância que a divulgação e a remediação dos controles internos possuem, pois assegura a confiança junto aos investidores e credores. Ademais, como a identificação de deficiências dos controles internos é uma atividade da auditoria, os resultados demonstram o papel importante que as empresas de auditoria possuem em seus clientes.

Abrantes (2021) realizou um estudo sobre a análise da relação entre a governança corporativa e a valorização e a desvalorização de empresas no mercado de ações brasileiro entre 2010 e 2020. Por meio de uma pesquisa descritiva e quantitativa com análise dos dados trimestrais de todas as ações listadas no banco de dados Economática, do início de 2010 ao final de 2020 – excluindo-se, desse modo, o período de crise econômica mundial, ocorrido entre 2008 e 2009 e utilizando como variáveis a rentabilidade do ativo (ROA), rentabilidade do patrimônio líquido (ROE), rentabilidade sobre o capital investido (ROIC) e q de Tobin. Assim, verificou-se que o nível 1 como o mais estável para o preço da ação médio, considerando ROI, ROE e ROIC o nível 2 se destacou dos outros segmentos e o novo mercado se mostrou instável. Apesar disso, acreditasse que o tamanho da amostra foi um fator determinante para os níveis de desvio no novo mercado.

Mori (2022) realizou um estudo sobre a Influência da governança corporativa na redução do gerenciamento de resultados de empresas listadas na B3. Por meio de regressões múltiplas, utilizando como variável única os níveis de governança e a função de análise de dados ANOVA para verificar a relação entre os níveis de governança. Tendo como resultado a existência de uma relação negativa entre governança corporativa e o gerenciamento de resultados, pois quanto maior é o grau de governança corporativa, menor é o uso do gerenciamento de resultados. Olhando pelo lado dos investidores, o importante é que os dados fornecidos pelas empresas sejam fiéis e verdadeiros, sendo assim, a governança corporativa pode ajudar a fornecer dados fidedignos.

3. Metodologia

Para verificar se a estrutura de governança corporativa pode impactar no valor das empresas de capital aberto, no mercado brasileiro, foi levantado o referencial teórico para embasar a teoria relacionando com os estudos anteriores, gerando expectativas para os resultados coletados neste trabalho.

Os dados foram coletados do site da B3, utilizou-se a base de dados ECONOMÁTICA para levantar o indicador de liquidez mínima da bolsa (como observado em ANDRADE *et al.*, 2009) das empresas de capital aberto não financeiras do mercado brasileiro, durante o período de 2010 – 2020 (após a crise de 2008) - a fórmula para segregar as empresas por liquidez durante o período analisado é descrita por meio da equação 1.

$$LQ = 100 * \frac{p}{P} * \sqrt{\frac{n}{N} * \frac{v}{V}}$$

Eq. (1)

Onde: LQ = liquidez da ação (deve ser maior que 0,001% em cada um dos anos estudados); p = número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado; P = número total de dias do período analisado; n = número de negócios com a ação no período analisado; N = número de negócios com todas as ações no período analisado; v = volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado; V = volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

Após fazer o tratamento da amostra pela liquidez mínima, foram avaliadas as empresas que permaneceram com liquidez mínima acima de 0,001% durante todo o período, ou seja, no caso de a empresa apresentar liquidez mínima abaixo de 0,001% durante algum ano entre 2010 – 2020, foi cortada do estudo. É importante realizar esse tratamento na amostra, pois como observam Andrade *et al.* (2009), desta forma o valor destas ações estará mais próximo de seu verdadeiro valor de mercado.

Para o cálculo da variável dependente que representa o valor da empresa será estabelecido o Q de Tobin (originalmente desenvolvido por TOBIN e BRAINARD, 1976) com a modificação de cálculo para aproximação desenvolvida pela base ECONOMÁTICA, representadas nas equações 2 e 3.

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor da Firma}}{\text{Ativo Total}}$$

Eq. (2)

$$\text{Valor da Firma} = VMon + VMpn + DbCP + DbLP + FinCP + FinLP + ACC - DICP$$

Eq. (3)

Onde: VMon - Valor de Mercado das Ações Ordinárias; VMpn - Valor de Mercado das Ações Preferenciais; DbCP – Debêntures de Curto Prazo; DbLP - Debêntures de Longo Prazo; FinCP - Financiamentos de Curto Prazo; FinLP - Financiamentos de Longo Prazo; ACC - Adiantamentos Contratos de Câmbio; DICP - Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo.

Em relação às variáveis independentes que caracterizariam a estrutura de governança, foram utilizados dados dos relatórios de referência disponíveis na B3 para levantar os seguintes dados:

- TAMCA - Tamanho de Membros do Conselho de Administração (calculado como o logaritmo do tamanho do conselho);
- DUAL - Dualidade de CEO (variável binária que indica se o presidente do conselho é também diretor executivo da empresa (1) ou não (0));
- INDEP - Grau de Independência do Conselho de Administração (como visto em SILVEIRA, BARROS E FAMÁ, 2003);

$$INDEP = \frac{\text{Membros Externos}}{\text{Total}} - \frac{\text{Membros Internos}}{\text{Total}}$$

Eq. (4)

Onde: INDEP: Grau de Independência do Conselho; Membros Externos – Membros não executivos (Suplentes); Membros Internos – Membros executivos (efetivos); Total – Número Total de membros do Conselho.

- d. TAMEMP - Tamanho da empresa (calculado como o logaritmo da receita operacional líquida da empresa);
- e. INVEST - Nível de investimentos (calculado como a razão entre o saldo da conta investimentos e o montante do patrimônio líquido);
- f. CONTROLE - Tipo de controle (variável binária em que (0) se é estatal e (1) se possui outra estrutura de controle privado nacional);
- g. SETESPEC - Setores Especiais (variável binária (1) se participa ou (0) em caso negativo);
- h. Idade_CEO – Idade do CEO;
- i. IDMERC – Idade de mercado da empresa, desde o cadastro na CVM.

Desta forma, foi utilizada uma regressão múltipla do tipo *Backward* para verificar a existência de relações estatísticas importantes entre as variáveis independentes e a variável dependente (VE, valor da empresa representada pelo Q de Tobin) assim como apontado na equação 5. De maneira adicional, serão realizados testes de colinearidade e correlação entre as variáveis independentes.

$$VE = B0 + B1_{TAMCA} + B2_{DUAL} + B3_{INDEP} + B4_{TAMEMP} + B5_{INVEST} + B6_{CONTROLE} + B7_{SETESPEC} + B8_{IDCEO} + B9_{IDMERC}$$

Eq. (5)

Os dados das empresas foram analisados separadamente por setores, de acordo com a classificação de empresas da B3 para o ano de 2022:

- a. Bens Industriais: engloba os subsetores relacionados com o comércio, construção e engenharia, máquinas e equipamentos, material de transporte, serviços e transporte;
- b. Comunicações: é formado pelo segmento de telecomunicações, mídias, produção e difusão de filmes e propagandas;
- c. Consumo Cíclico: é composto pelas atividades que apresentam desempenho de acordo com o ciclo econômico, abrange os seguintes subsegmentos: automóveis e motocicletas; comércio; construção civil; hotéis e restaurantes; tecidos, vestuário e calçados; utilidades domésticas; viagens e lazer;
- d. Consumo não Cíclico: engloba as empresas que são menos afetadas com o ciclo econômico, especializadas em agropecuária, alimentos processados, bebidas, comércio e distribuição e produtos de uso pessoal e de limpeza;
- e. Financeiro: empresas do subsetor de exploração de imóveis, holdings diversificadas, intermediários financeiros, previdência e seguros, securitizadoras e recebíveis, bem como serviços financeiros diversos;
- f. Materiais Básicos: abrange os subsetores de embalagens, madeira e papel, materiais diversos, mineração, químicos, siderurgia e metalurgia;
- g. Petróleo, Gás e Combustíveis que é autoexplicativo;
- h. Saúde: engloba os subsetores de comércio e distribuição, de equipamentos medicamentos e outros produtos, serviços médico-hospitalares, análise e diagnóstico;

- i. Tecnologia da Informação: engloba os subsetores de computadores e equipamentos, bem como programas e serviços;
- j. Utilidade Pública: engloba os subsetores de água e saneamento, energia elétrica e gás;
- k. Também foram analisados todos os setores de forma conjunta.

4. Resultados

Para verificar como o valor das empresas (representado por Q de Tobin) pode ser impactado pela estrutura de governança corporativa, foi realizada uma Regressão Múltipla, cuja variável dependente é o valor das empresas e as variáveis independentes foram descritas na metodologia. Os dados amostrais, que estão compreendidos entre os anos de 2010 e 2020, precisam passar por testes de robustez para se tornarem mais confiáveis para sua estimação (PINDYCK e RUBINFELD, 2004). Foram realizados: Análise de Variância, Teste de Correlação, Teste de Multicolinearidade, Autocorrelação, Teste de Durbin-Watson e Teste de Cointegração de cada Setor da B3 e por fim de todo o conjunto de Setores.

Na tabela 2 estão reunidos quatro setores, que são: Bens Industriais (17 empresas); Comunicações (2 empresas); Consumo Cíclico (28 empresas); e Consumo Não Cíclico (6 empresas). Para todos os setores a regressão é válida, pois apresentou uma sig. da ANOVA $(0,001) < 0,05$ e o valor da média de resíduos é igual a zero. O VIF foi menor que 10, indicando a não colinearidade em nenhuma variável independente, ou seja, as variáveis não são muito correlacionadas entre si, descartando a hipótese de serem enviesadas ou pouco confiáveis, esta não colinearidade pode ser comprovada pelo valor Índice de Condição no teste de Diagnóstico de Colinearidade, em que nenhuma variável apresentou valor maior do que 100 (SARTORIS, 2003). Pelo teste de Durbin-Watson foi possível comprovar que não existe autocorrelação serial nos resíduos da regressão, pois seu valor está próximo a 2.

Tabela 2. Resultados dos Setores de Bens Industriais, Comunicações, Consumo Cíclico e Consumo Não Cíclico.

Variáveis	Bens Industriais	Comunicações	Consumo Cíclico	Consumo Não Cíclico
	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
TAM_CA	-	0,0100***	0,3400**	-
Sig.	-	(0,0050)	(0,0310)	-
DUAL	-	0,5990***	-0,1700**	-
Sig.	-	(0,0000)	(0,0150)	-
INDEP	0,2850*	-	-0,3420	1,0820***
Sig.	(0,0910)	-	(0,0000)	(0,0000)
TAMEMP	0,0004***	0,0004*	0,0001***	-
Sig.	(0,0010)	(0,0680)	(0,0000)	-
INVEST	-	0,1190**	-	-
Sig.	-	(0,0140)	-	-
CONTROLE	-	-	-	-
Sig.	-	-	-	-
SETESPEC	-0,5320***	-	0,5380***	-1,7030***
Sig.	(0,0090)	-	(0,0000)	(0,0000)
IDADE_CEO	-	-	-	-
Sig.	-	-	-	-
IDMERC	-	-	0,0140***	-
Sig.	-	-	(0,0000)	-

Nível de significância: *** $p \leq 1\%$; ** $p \leq 5\%$; * $p \leq 10\%$

Fonte: Desenvolvido pelos autores.

No setor de Bens Industriais, é interessante ressaltar que o tanto o Tamanho do Conselho quanto o Grau de independência do Conselho tiveram uma relação positiva e significativa com o valor de mercado, indicando que a presença de membros externos é bem-vista pelo mercado. Já a participação da empresa no Setor Especial teve uma relação negativa com seu valor de mercado. Assim como visto por Zittei (2021) a variável Tamanho da Empresa também se mostrou com relação positiva em relação ao endividamento. Já Marques (2018) constatou que a variável Tamanho da Empresa também se mostrou positiva no modelo de regressão múltipla ao relacionar com a Tangibilidade, em que o desempenho da variável está atrelado a outra variável, ou seja, à medida que uma variável aumenta, a outra diminui.

Para o setor de Comunicações, as variáveis independentes: Tamanho do Conselho, Dualidade, Tamanho da Empresa e o Nível de Investimentos tiveram uma relação positiva e significativas, indicando que, no Setor de Comunicações, as decisões do Conselho Administrativo e o valor financeiro investido estão atrelados ao Valor de Mercado que a empresa busca alcançar. Ademais, segundo Cova (2007), as forças exercidas pelo CEO em dualidade e pelo Conselho Administrativo trazem o segundo elemento-chave da boa governança que é o relacionamento entre as partes interessadas de tal forma a minimizar os conflitos de agência, sendo eles atrelados também ao valor de mercado da empresa.

No setor de Consumo Cíclico, as variáveis independentes Tamanho do Conselho, Tamanho da Empresa, Setor Especial e a Idade de Mercado apresentaram relação positiva e significativa com o Valor da Empresa, já as variáveis Dualidade de CEO, Grau de Independência do Conselho tiveram uma relação negativa com a variável dependente. Este setor está diretamente ligado ao comportamento da economia, a consolidação da empresa do mercado. A participação de categoria especial e a quantidade de membros no Conselho Administrativo se mostraram fortes aliados para um aumento do Valor de Mercado, enquanto a Dualidade de CEO e o Grau de Independência do Conselho se apresentaram como fatores não muito bem-vistos em relação ao crescimento da empresa. Nos estudos feitos por Silveira, Barros e Famá (2003), a variável Grau de Independência do Conselho demonstrou que quanto maior a independência, maior será o valor da empresa estatisticamente falando e que há uma relação inversa entre valor da empresa e a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho.

Em relação ao Consumo Não Cíclico, nota-se que apenas as variáveis Grau de Independência do Conselho de apresentou significativa, a nível de significância de 1%, e com relação positiva, a presença de membros externos e internos no Conselho Administrativo se mostrou um fator favorável ao Valor de Mercado enquanto a participação do Setor Especial apresentou uma relação negativa, possivelmente devido às regras e normas para participar dos diversos Níveis. Bhagat e Black (1999) encontraram relação significativa entre membros do conselho e desempenho corporativo, constatando que os conselhos de empresas americanas com maioria de membros independentes agiam de forma diferente dos conselhos sem essa maioria. Entretanto, ao contrário do visto na pesquisa, Bhagat e Black (1999) afirmam que não existe uma evidência convincente de que uma maior independência do conselho com membros externos tenha relação com maior lucratividade da empresa ou crescimento mais rápido.

Na tabela 3 estão reunidos quatro setores, que são: Financeiro (11 empresas); Materiais Básicos (10 empresas); Petróleo, Gás e Combustíveis (2 empresas); e Saúde (7 empresas). Para todos os setores a regressão é válida, pois apresentou uma sig. da ANOVA ($0,001 < 0,05$) e o valor da média de resíduos é igual a zero. O VIF foi menor que 10, indicando a não colinearidade em nenhuma variável independente, ou seja, as variáveis não são muito correlacionadas entre si, descartando a hipótese de serem enviesadas ou pouco confiáveis, esta

não colinearidade pode ser comprovada pelo valor Índice de Condição no teste de Diagnóstico de Colinearidade, em que nenhuma variável apresentou valor maior do que 100 (SARTORIS, 2003). Pelo teste de Durbin-Watson foi possível comprovar que não existe autocorrelação serial nos resíduos da regressão, pois seu valor está próximo a 2.

Tabela 3. Resultados dos Setores Financeiro, de Materiais Básicos, de Petróleo e Gás e de Saúde.

Variáveis	Financeiro	Materiais Básicos	Petróleo, Gás e Combustíveis	Saúde
	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
TAM_CA	-	-	-	-
Sig.	-	-	-	-
DUAL	0,5280***	-	0,7530**	-0,9370***
Sig.	(0,0050)	-	(0,0210)	(0,0010)
INDEP	-	-	-	1,8260***
Sig.	-	-	-	(0,0000)
TAMEMP	0,0010***	-	-	-
Sig.	(0,0040)	-	-	-
INVEST	0,0030***	-0,0070**	0,1450*	-0,0440***
Sig.	(0,0030)	(0,0210)	(0,0520)	(0,0100)
CONTROLE	-	-	4,3470***	-
Sig.	-	-	(0,0010)	-
SETESPEC	0,4700*	0,2100*	-	-
Sig.	(0,0930)	(0,0780)	-	-
IDADE_CEO	-	0,0090**	-	-
Sig.	-	(0,0320)	-	-
IDMERC	-0,0340***	0,0060**	0,0970*	-
Sig.	(0,0000)	(0,0370)	(0,0180)	-

Nível de significância: *** $p \leq 1\%$; ** $p \leq 5\%$; * $p \leq 10\%$

Fonte: Desenvolvido pelos autores.

Para o setor Financeiro, é interessante ressaltar que, das variáveis significativas a nível de significância de 1%, apenas a Idade de Mercado se mostrou com uma relação negativa com o Valor de Mercado. Leite (2011), diferente da literatura internacional onde se mostra que o desempenho da empresa aumenta com o tempo e cai após atingir um nível ótimo, seus resultados indicam que, no Brasil, valor e retorno das firmas são crescentes no tempo e também que empresas mais velhas possuem melhores práticas de governança.

No setor de Materiais Básicos, o modelo que se mostrou melhor ajustado é o que considera as variáveis: Nível de Investimento, Setor Especial, Idade do CEO e a Idade de Mercado. Sendo que apenas o Nível de Investimentos apresentou uma relação negativa com o Valor de Mercado. Para Lethbridge (1997) no que diz respeito a variável de nível de investimento, o poder dos investidores está sendo fortalecido pela crescente exposição de empresas nos mercados de capitais internacionais e o grande número de empresas de capitais fechados está atraindo atenção de fundos de investimento que corroboram para a GC.

Em relação ao setor e Petróleo, Gás e Combustíveis, as variáveis: Dualidade de CEO, Nível de Investimento, Controle (Estatual ou Privado) e a Idade de Mercado se mostraram significativas, e todas positivamente relacionadas. Segundo Caixe e Krauter (2013) constatou a existência da relação entre concentração e valor de mercado, além disso, a concentração no direito de voto capturou o efeito-entrenchamento, ou seja, a concentração de votos teve a

capacidade de manter o controle efetivo da gestão. Dessa forma mostrando que a concentração impacta positivamente o valor de mercado devido à possibilidade de o monitoramento da gestão ser efetuado de maneira eficaz pelo acionista controlador, o que acenaria, para o mercado, o maior alinhamento, em contrapartida, para Almeida (2010) a idade influencia negativamente no indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto, não sendo um determinante de qualidade de governança corporativa.

Para o setor de Saúde, o modelo que se mostrou melhor ajustado é o que considera as variáveis: Dualidade de CEO, Grau de Independência do Conselho e Nível de Investimento, sendo que apenas o Grau de Independência do Conselho se mostrou com relação positiva para com a variável endógena. Em contraponto, Silveira (2004) mostrou que a dualidade apresentou o maior resultado trazendo a forte evidência das empresas que tem pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e presidente são as mais valorizadas pelo mercado e que o grau de independência não apresentou relação significativa contra variáveis de valor e desempenho, ou seja, não há uma representação de que companheiros não executivos na companhia seja relacionada a crescimento ou lucratividade.

Na tabela 4 estão reunidos dois setores e todos os setores consolidados. Os setores são: Tecnologia da Informação (2 empresas); e Utilidade Pública (14 empresas). Para todos os setores a regressão é válida, pois apresentou uma sig. da ANOVA $(0,001) < 0,05$ e o valor da média de resíduos é igual a zero. O VIF foi menor que 10, indicando a não colinearidade em nenhuma variável independente, ou seja, as variáveis não são muito correlacionadas entre si, descartando a hipótese de serem enviesadas ou pouco confiáveis, esta não colinearidade pode ser comprovada pelo valor Índice de Condição no teste de Diagnóstico de Colinearidade, em que nenhuma variável apresentou valor maior do que 100 (SARTORIS, 2003). Pelo teste de Durbin-Watson foi possível comprovar que não existe autocorrelação serial nos resíduos da regressão, pois seu valor está próximo a 2.

Tabela 4. Resultado dos Setores de Tecnologia da Informação, de Utilidade Pública e todos Juntos (consolidado).

Variáveis	Tecnologia da Informação	Utilidade Pública	Todos os Setores Juntos
	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
TAM_CA	-2,3300***	-	-
Sig.	(0,0000)	-	-
DUAL	-	0,2510**	-
Sig.	-	(0,0370)	-
INDEP	-	0,3370***	0,1880**
Sig.	-	(0,0000)	(0,0020)
TAMEMP	-	8,8940**	-
Sig.	-	(0,0170)	-
INVEST	-0,2390***	-0,0040*	-
Sig.	(0,0000)	(0,0740)	-
CONTROLE	-	-	0,4470***
Sig.	-	-	(0,0000)
SETESPEC	-	-0,8250***	0,1230*
Sig.	-	(0,0000)	(0,0970)
IDADE_CEO	-	-	0,0060**
Sig.	-	-	(0,0310)
IDMERC	0,1820***	-0,1300***	-0,0060***
Sig.	(0,0100)	(0,0000)	(0,0000)
Nível de significância: *** $p \leq 1\%$; ** $p \leq 5\%$; * $p \leq 10\%$			

Fonte: Desenvolvido pelos autores.

No setor de Tecnologia da Informação, as variáveis exógenas Tamanho do Conselho e Nível de Investimento foram significativas a nível de significância de 1% e tiveram relação negativa com a variável endógena, enquanto apenas a Idade de Mercado apresentou uma relação positiva com o Valor de Mercado. Diferentemente do obtido, para Almeida (2010) a idade influencia negativamente no indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto, não sendo um determinante de qualidade de governança corporativa.

Para o setor de Utilidade Pública, as variáveis exógenas que têm relação positiva e significativa são: Dualidade de CEO, Grau de Independência do Conselho, Tamanho da Empresa. Já as variáveis: Nível de Investimento, Setor Especial e Idade de Mercado apresentam relação negativa com o Valor de Mercado. Para Silva (2017), os resultados da sua pesquisa apontaram que a estrutura do conselho de administração, no que diz respeito ao seu tamanho, independência e a dualidade de cargos de presidente executivo e presidente do conselho não foram considerados suficientes para anular a prática discricionária nas empresas estudadas, sendo nula a variável. Concluiu-se que apenas o presidente executivo da empresa na variável dualidade mostrou relação com a governança, estando associadamente negativa com o valor de mercado por não apresentar força suficiente para gerar mudanças.

Finalmente para todos os setores em conjunto, as variáveis exógenas: Grau de Independência do Conselho, Tipo de Controle (estatal ou privado), Setor Especial, Idade do CEO foram significativas e apresentaram uma relação positiva com o Valor de Mercado, já a Idade de Mercado tem uma relação negativa. Para Riff, Ibrahim e Othman (2007), pelo fato das empresas que operarem por vários anos já apresentam uma boa reputação no país em que atuam, o que levariam a uma boa governança. Além disso, as empresas maduras têm bastante experiência histórica para aprender com os efeitos das más práticas de governança em relação ao mercado, esperando dessa forma que a idade apresente uma relação positiva com as práticas de governança.

5. Conclusão

O presente estudo teve como objetivo verificar como a Governança Corporativa poder impactar no valor das empresas de capital aberto, no mercado brasileiro, em cada setor de produção de acordo com a classificação da B3 e todos os setores juntos.

Os setores que se mostraram mais ajustados ao modelo foram o Setor de Comunicação e o Setor de Tecnologia da Informação. O departamento de Relacionamento com o Investidor é um dos campos de ação da Governança Corporativa que se mostra relevante ao Valor da Empresa, agregando mais credibilidade na transparência das informações.

As variáveis exógenas mais significativas nos modelos foram o Nível de Investimentos, Setor Especial e a Idade de Mercado. Percebeu-se que as empresas que possuem maior nível de investimentos (calculado como a razão entre o saldo da conta investimentos e o montante do patrimônio líquido), que participam de algum dos Níveis do Setor Especial da B3 e estão mais consolidadas no mercado acionário são as que apresentam melhores resultados no Valor da Empresa.

As variáveis Tipo de Controle (Estatual ou Privado) e a Idade do CEO foram as que se mostraram menos significativas na construção dos modelos para os setores, impactando positivamente apenas os Setores de Petróleo, Gás e Combustíveis e o Setor de Materiais Básicos respectivamente.

Ao considerar todos os setores juntos, apenas cinco, das nove variáveis exógenas se mostraram significativas. Os setores de Consumo Cíclico e de Utilidade Pública foram os que mais consideraram variáveis exógenas em seus modelos, seis variáveis em cada, enquanto o setor de Consumo não Cíclico considerou apenas duas.

Apesar de cada setor reagir de forma diferente às variáveis da Governança Corporativa para a estimação do Valor de Mercado, foi importante observar que esta análise ainda é nova, não há muitos modelos considerando muitas variáveis em sua estrutura.

Como sugestões para futuras pesquisas, seria interessante analisar de forma comparativa as empresas listadas em bolsa de outros países e verificar se as mesmas variáveis exógenas consideradas neste trabalho influenciam na formação do Valor de Mercado dos setores destas empresas.

6. Referências

ABRANTES, F. M. M. **Análise da relação entre a governança corporativa e a valorização e a desvalorização de empresas: no mercado de ações brasileiro entre 2010 e 2020.** Monografia (Especialização em Gestão Estratégica), Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2021.

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. dos; FERREIRA, L. F. V. de M.; TORRES, F. J. V. Determinantes da qualidade das práticas de Governança Corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimento público. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 12, n. 37, p. 1-16, 2010.

ALVARES, E.; GUSSO, C. G. E. **Governança Corporativa: Um Modelo Brasileiro.** 1ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ANDRADE A.; ROSSETI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 1ª ed., São Paulo: Editora Atlas, 2004.

ANDRADE, L. P. D.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança Corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 4, p. 2-26, 2009.

BENEDICTO, S. C. de; GUIMARÃES JÚNIOR, E. de S.; PEREIRA, J. R.; ANDRADE, G. H. N. de. Governança Corporativa: Uma Análise da Aplicabilidade dos seus Conceitos na Administração Pública. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 15, n. 2, p. 286-300, 2013

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Histórico de listagens e de listagens nos segmentos especiais**, 2018a. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> . Acesso em: 10 de Mar.2022.

B3- BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Segmentos de listagem.** Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 10 Mar. 2022.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v. 54, p. 921-63, 1999.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, p. 142-153, 2013.

CARVALHO, M. F. V. D. **A influência dos mecanismos internos e externos da governança corporativa: no desempenho das aquisições corporativas**. Dissertação (Mestrado e Contabilidade), Universidade Federal de Goiás, Goiânia, 2021.

COLLA, L. H. **Lei Sarbanes Oxley: Mudanças na Governança Corporativa**. Monografia (Especialização em Finanças), Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2021.

COVA, C. J. G; SANTOS, R. G. D. A Governança Corporativa e a geração de valor nas empresas do Mercado de Capitais. **Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**, v. 4, 2007.

ERMEL, M. D. A; MEDEIROS, Vanessa. Plano de remuneração baseado em ações: uma análise dos determinantes da sua utilização. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 31, n. 82, p. 84-98, 2020.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5ª ed., São Paulo: Bookman, 2011.

IBGC- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa**, 2017. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 28 fev. 2022.

JORNALCONTABIL. **Até que ponto você pode ser responsável pela fraude contábil?** Jornal Contábil - Contabilidade, MEI, crédito, INSS, Receita Federal. Disponível em: <<https://www.jornalcontabil.com.br/ate-que-ponto-voce-pode-ser-responsavel-pela-fraude-contabil/?amp>>. Acesso em: 17 fevereiro de 2022.

LAMEIRA, V. de J.; NESS JUNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. van A. de. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LAMEIRA, V. J.; NESS, JR., W. L. Os Determinantes da Qualidade da Governança Praticada Pelas Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Negócios**, v. 16, n. 3, p. 33-52, 2011.

LEITE, R. M. G. **Idade da Firma, Valor, Desempenho: e, Governança Corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia), Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2011.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 1-22, 1997.

MARQUES, M. A. D. P. **Fatores de governança corporativa que impactam a produção de valor de adicionado nas empresas: dos setores varejista e atacadista brasileiros.** Monografia (Bacharelado em Administração), Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2018.

MORI, S. A. **A influência da governança corporativa na redução do gerenciamento de resultados de empresas listadas na B3.** Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) Universidade Federal de São Paulo, Osasco, 2022.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, Daniel L. **Econometria: Modelos e Previsões.** 4ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Campos, 2004.

RIFF, A. M.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R. Determinants of Firm Level Governance: Malaysian Evidence. **Corporate Governance**, Oxford, v.7, n.5, p.562-573, 2007.

SANTOS, K. A. P. D. **Governança Corporativa e Desempenho Econômico: Uma Avaliação para Empresas Listadas na B3 Utilizando Modelos Dinâmicos com Dados em Painel.** Dissertação (Mestrado em Economia), Universidade Federal de São Paulo, Osasco, 2021.

SARTORIS, A. **Estatística e Introdução à Econometria.** 1ª ed., Saraiva: São Paulo, 2003.

SILVA, A. H. C. E.; SANCOVSCHI, M.; CARDOZO, J. S. S.; CONDÉ, R. A. D. Teoria dos Escândalos Corporativos: Uma Análise Comparativa de Casos Brasileiros e Norte-americanos. **Revista de contabilidade**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 1, p. 1-17, 2012.

SILVA, E C. S. **Oportunidades de melhorias em sistemas de governança corporativa e gestão de consórcios de empresas: Um caso no segmento de exploração e produção de petróleo e gás.** Tese de Doutorado, Universidade Federal Fluminense, 2018.

SILVA, E. C. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado.** 4ª ed., São Paulo: Atlas, 2016

SILVA, S. N. A. D. Estrutura dos Conselhos de Administração e Gerenciamento de Resultados: Um Estudo em Empresas Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA. **XVI International Conference in Accounting USP**, São Paulo, 2017.

SILVEIRA, A. D. M. D. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D. M. D; BARROS, L. A. B. D. C; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003

SILVEIRA, A. M. A qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. **XXVIII ENANPAD**, Curitiba: Enanpad, 2004.

STEINBERG, H. **A Dimensão Humana da Governança Corporativa**. 2^a ed., São Paulo: Gente, 2003.

TOBIN, J.; BRAINARD, W. C. Asset Markets and the Cost of Capital. **EliScholar, A Digital Plataform for Schorlarly Publishing at Yale**, v.1, n.1, p. 2-45, 1976.

ZITTEI, M. V. M.; NASCIMENTO, E. G.; SOUZA, R. P.; SILVA, A. V. Análise da Relação entre as Deficiências dos Controles Internos, a Governança Corporativa e a Qualidade da Informação Contábil. **Revista Liceu On-line**, v. 11, n. 2, p. 156-178, 2021.