

A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS SOB A ÓTICA DA ANÁLISE FATORIAL

Álvaro Vieira Lima

Doutor em Administração. COPPEAD – UFRJ.

Professor Associado da Faculdade de Administração e Finanças – UERJ.

Rua São Francisco Xavier, 524, 8 Andar, Bloco B, Maracanã; CEP: 20550-013 - Rio de Janeiro, RJ Telefone: +55 21 2334 -0662

Email: alvarolima@uerj.br

Marcella Rodrigues Montes

Mestre em Ciências Contábeis. UERJ.

Rua São Francisco Xavier, 524, 9 Andar, Bloco E, Maracanã; CEP: 20550-013 - Rio de Janeiro, RJ Telefone: +55 21 2334 -0927

Email: marcella_rm@yahoo.com.br

Frederico Antonio Azevedo de Carvalho

Doutor em Sciences Économiques.

Université Catholique de Louvain, UCL, Bélgica

Professor Associado da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis- UFRJ

Avenida Pasteur, 250 Urca, CEP: 22290-902 - Rio de Janeiro, RJ. Telefone: + 55 21 3873-5112

Email: fdecarv@gmail.com

Resumo

Um dos temas mais estudados na área de finanças corporativas é a determinação de fatores que influenciem o valor de mercado das companhias. Outro tema bastante discutido é a relação entre proprietários e agentes. Estas questões se entrelaçam porque agentes podem orientar suas decisões em benefício próprio, impactando negativamente o valor das empresas. No Brasil o conflito de interesses se estende às relações entre controladores e minoritários. A análise da literatura constata que são muitas as variáveis consideradas como influentes no valor de mercado das firmas. A tentativa de tratá-las num único modelo regressivo esbarra nas correlações muito elevadas que as variáveis possuem entre si. Este estudo utiliza-se da Análise Fatorial para contornar estas dificuldades. Partindo de uma amostra com 107 empresas, negociadas em junho de 2011, foi possível identificar dois fatores, nomeados Governança Corporativa e Negociabilidade (aos quais se relacionam as nove variáveis consideradas no trabalho), que respondem por 60% da variabilidade dos dados. As coordenadas dos fatores combinadas em pares, permitiram a caracterização de quadrantes pelos quais as empresas se distribuem. Na regressão empreendida, tendo valor de mercado como variável dependente, o coeficiente do fator Governança Corporativa tem significância estatística ao nível de 2,2% e o do fator Negociabilidade 8,5%. Resultados de teste estatístico não paramétrico apontam para diferenças estatisticamente significativas entre os quadrantes, quando as empresas são comparadas com base em seus respectivos valores de mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Análise Fatorial; Valor de Mercado.

A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS SOB A ÓTICA DA ANÁLISE FATORIAL

Resumo

Um dos temas mais estudados na área de finanças corporativas é a determinação de fatores que influenciem o valor de mercado das companhias. Outro tema bastante discutido é a relação entre proprietários e agentes. Estas questões se entrelaçam porque agentes podem orientar suas decisões em benefício próprio, impactando negativamente o valor das empresas. No Brasil o conflito de interesses se estende às relações entre controladores e minoritários. A análise da literatura constata que são muitas as variáveis consideradas como influentes no valor de mercado das firmas. A tentativa de tratá-las num único modelo regressivo esbarra nas correlações muito elevadas que as variáveis possuem entre si. Este estudo utiliza-se da Análise Fatorial para contornar estas dificuldades. Partindo de uma amostra com 107 empresas, negociadas em junho de 2011, foi possível identificar dois fatores, nomeados Governança Corporativa e Negociabilidade (aos quais se relacionam as nove variáveis consideradas no trabalho), que respondem por 60% da variabilidade dos dados. As coordenadas dos fatores combinadas em pares, permitiram a caracterização de quadrantes pelos quais as empresas se distribuem. Na regressão empreendida, tendo valor de mercado como variável dependente, o coeficiente do fator Governança Corporativa tem significância estatística ao nível de 2,2% e o do fator Negociabilidade 8,5%. Resultados de teste estatístico não paramétrico apontam para diferenças estatisticamente significativas entre os quadrantes, quando as empresas são comparadas com base em seus respectivos valores de mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Análise Fatorial; Valor de Mercado.

1. Introdução

Um dos temas mais estudados na área de finanças corporativas é a determinação de fatores que influenciem o valor de mercado das companhias. Outro tema, também bastante comum, é a relação entre proprietários e agentes. Ambas as questões se entrelaçam porque, em tese, agentes podem orientar suas decisões em benefício próprio, contrariando os interesses dos proprietários, o que, em última análise, impactaria negativamente no valor das empresas. No Brasil, face às características próprias de controle e propriedade das companhias, o conflito de interesses passa a englobar também as relações entre controladores e minoritários.

Neste contexto surge o que se convencionou chamar de Governança Corporativa, conjunto de práticas gerenciais, de caráter regulador, adotadas pelas companhias visando eliminar os impactos negativos causados pelos conflitos de agenciamento.

Muitos estudos têm demonstrado a relação entre diversas variáveis, inclusive aquelas relacionadas à governança corporativa, com o valor de mercado das companhias. Isto por si só reflete a relevância do tema. Neste trabalho, sem a pretensão de cobrir a totalidade da literatura existente, selecionou-se um conjunto de textos que tratam destas questões. Por outro lado, veremos que muitas destas variáveis são correlacionadas entre si, dificultando a construção de modelos que as englobem numa única expressão.

Neste trabalho pretende-se, através da Análise Fatorial, associar as variáveis a fatores comuns, contornando os problemas decorrentes das correlações entre as variáveis, sem perder a contribuição que cada variável pode oferecer à relação com o valor de mercado das empresas. Este estudo objetivou lançar um novo olhar sobre o problema, em linha com a sempre presente preocupação dos investidores com as práticas de gestão adotadas pelas companhias, tendo em vista a valorização de seus investimentos.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Teoria da Agência

Foi o crescimento das grandes corporações que gerou a necessidade da divisão de funções entre proprietários e administradores. Jensen e Meckling (1976), em estudo que se tornou clássico sobre A Teoria da Agência, trataram do relacionamento entre o principal (acionistas controladores) e o agente, administrador contratado para gerir os negócios da empresa.

A referida teoria baseia-se no conflito de interesses que surge quando o agente orienta suas decisões tendo em vista o seu próprio benefício em detrimento dos interesses dos acionistas. As decisões tomadas pelos gestores podem conflitar com decisões que os proprietários gostariam que fossem tomadas. Em princípio, espera-se que os gestores se orientem pela maximização da riqueza dos acionistas. Entretanto, isto não necessariamente acontece, pois os ganhos dos administradores não possuem relação direta com o valor da empresa. Assim, já que as decisões que maximizam o valor da firma não necessariamente se relacionam diretamente aos ganhos dos administradores, tais decisões podem gerar perda de riqueza.

Para Andrade e Rossetti (2009), a improbabilidade de impedir a ocorrência de conflitos de agência se justifica pela inexistência de um contrato completo entre as partes ou de um agente ideal. No Brasil, a questão dos conflitos de agência ganha contornos mais amplos e tem suas próprias peculiaridades.

Silveira et al. (2004) julgam que, na gestão de negócios no Brasil, os principais problemas de Governança Corporativa ocorrem entre acionistas majoritários, que são os controladores, e acionistas minoritários, os não controladores. Assim, os conflitos de agência no Brasil tendem a girar em torno de expropriações econômicas por parte dos controladores, em detrimento dos acionistas minoritários.

2.2 Governança Corporativa

No contexto de gestão de negócios, em meio a conflitos de agência de diversos matizes, surge a Governança Corporativa. Pode-se qualificar Governança Corporativa como “o conjunto de estratégias utilizadas para administrar a relação entre acionistas, que é utilizado para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho das organizações”. (HITT, IRELAND e HOSKISSON, 2007). Os mesmos autores dividem os mecanismos de Governança Corporativa em Mecanismos Internos de Governança e Mecanismos Externos de Governança. Os mecanismos internos são: **Concentração de Propriedade** (caracterizado como a quantidade de ações que acionistas individuais e investidores institucionais detêm); **Conselho de Administração** (órgão que ao representar os donos da firma, acompanham as decisões estratégicas dos gerentes); **Remuneração Executiva** (servir-se de bons salários e incentivos de longo prazo para alinhar os interesses dos donos com os dos gerentes); **Estrutura Multidivisional** (utilização de estruturas organizacionais que possam monitorar as ações dos gerentes).

Por seu turno, os mecanismos externos se concentram no chamado Mercado para Controle Corporativo, onde ocorre a compra de uma firma com desempenho inferior para melhorar a competitividade da empresa no mercado.

Borgerth (2007) descreve que a Governança Corporativa tem como base quatro princípios fundamentais: **Transparência** (conhecido na nomenclatura internacional como *disclosure*, expressa o dever de revelar informações úteis no momento oportuno); **Equidade** (internacionalmente conhecido como *fairness*, o princípio prega que sejam dados direitos iguais para todos os acionistas); **Prestação de contas** (conhecido na literatura internacional como *accountability*, diz que os agentes devem prestar contas dos seus atos administrativos); **Conformidade** (na literatura internacional, o termo que representa este princípio é *compliance* e segundo ele, as empresas devem obedecer às leis e regulamentos corporativos).

Sob a Governança Corporativa, as decisões são tomadas prioritariamente pelos administradores com visão independente, permitindo o equilíbrio entre o interesse pelo lucro e pelo crescimento da empresa. Para La Porta et al. (1999), os acionistas estariam mais protegidos ocorrendo a fragmentação da estrutura de propriedade das empresas, resultante de melhorias nos aspectos legais.

Carvalho da Silva e Leal (2005) citam a importância presente no entendimento da adoção de práticas de Governança Corporativa por parte das companhias, uma vez que, ao adotá-las, observarão influência positiva no valor e desempenho da firma. Como opinam os citados autores, o investimento em Governança Corporativa ajuda na imagem das empresas, fazendo com que seu valor seja reavaliado pelo mercado.

Num ambiente onde o controle é exercido por diversos acionistas, Bebchuk (1999) sustenta que os que seriam controladores acabam renunciando à possibilidade de ter benefícios decorrentes do controle, para que todos os acionistas sejam beneficiados. Neste ambiente, os acionistas controladores deixam de exercer a possibilidade de receber ganhos sobre sua condição de acionista controlador.

2.3 Níveis de Governança Corporativa Conforme a BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA qualifica as empresas em níveis crescentes de Governança Corporativa, conforme o grau de importância e valor dos itens atendidos pelas empresas, o que possibilita aos investidores saberem sobre estas informações nas empresas onde desejam manter investimentos. Os níveis de Governança Corporativa nos quais são classificadas as empresas pela BM&FBOVESPA são os seguintes:

Nível I - Neste nível, as empresas devem adotar práticas que garantam aos investidores a transparência e o acesso às informações de que necessitem.

Nível II – As empresas classificadas neste nível exercem práticas muito próximas às regras determinadas para o nível Novo Mercado, sendo a principal diferença a possibilidade de emitirem ações preferenciais.

Novo Mercado (NM) – Destinado às companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas adicionais ao que é exigido pela regulamentação brasileira. O capital social das companhias é composto apenas por ações ordinárias.

3. Estudos Anteriores

Shleifer e Vishny (1997) produziram seu trabalho com foco na proteção legal dos investidores e na concentração de propriedade. Os autores pesquisaram as estratégias traçadas pelas empresas para atrair capital, contornando os problemas de agência. Descrevem os chamados contratos de incentivos aos gestores, os quais procuram alinhar os interesses de administradores e acionistas e identificam práticas mais comuns de Governança Corporativa

que envolvem a correlação entre controles significativos com direitos de fluxo de caixa. Para finalizar, procuraram reunir as características de sistemas de Governança Corporativa, para caracterizar um sistema ideal e concluíram que devem ser priorizadas a proteção legal dos grandes e pequenos investidores, combinada com a propriedade concentrada, sem que esta prejudique o retorno para todos os investidores. Os autores enfatizaram que não existe o melhor sistema de Governança Corporativa, mas que os elementos devem ser combinados a fim de se chegar a um modelo que beneficie acionistas controladores, não controladores e gestores.

Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002) dirigiram seu estudo com o objetivo de examinar a estrutura de controle de empresas brasileiras a partir do confronto entre a concentração sobre direito de voto e de fluxo de caixa dos acionistas controladores, considerando que os direitos sobre o fluxo de caixa são representados pela participação sobre o capital total e os direitos de voto são representados pela participação no capital votante. Como conclusão, os autores observaram um considerável grau de concentração de capital votante. Nas empresas onde não há um acionista controlador, o maior acionista da companhia possui uma participação expressiva dos direitos de voto. Por fim, observaram também grande diferença entre a participação no capital votante e no capital total de acionistas controladores.

Carvalhal da Silva e Leal (2005) objetivaram criar um Índice de Governança Corporativa - CGI, ante a constatação que determinados aspectos de Governança Corporativa, dentre eles notadamente a estrutura de propriedade, já tinham sido muito estudados. Os autores, a partir de itens relacionados a boas práticas de Governança, criaram um Índice que pudesse indicar o desempenho das empresas brasileiras. Todas as práticas e recomendações foram incluídas em um questionário de 15 perguntas, todas com o mesmo peso de pontuação, onde respostas positivas recebiam pontuação e negativas recebiam zero. As perguntas foram divididas entre questões envolvendo Transparência, Composição e Funcionamento do Conselho, Estrutura de Controle e Propriedade e Direitos dos Acionistas. Para obter uma relação entre o CGI e o valor e desempenho da firma, os autores usaram o Q de Tobin e o retorno sobre ativos (ROA) como variáveis dependentes. Os resultados com o CGI indicaram relação positiva, sem significância estatística.

No cenário de benefícios proporcionados pela Governança Corporativa, Souza e Borba (2007) estudaram a publicação de artigos sobre a relação entre a Remuneração de Executivos e a Governança Corporativa destacando o fato de grandes empresas basearem suas políticas de remuneração em função do crescimento da empresa no mercado.

Lima, Arantes e Carvalho (2012) analisaram trabalhos que relacionaram a estrutura de controle com o valor da empresa. Em seu trabalho utilizaram como amostra companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. Como variável independente, os autores utilizaram a relação entre o percentual de ações PN dos acionistas não controladores e o percentual de ações PN dos acionistas controladores. Como variáveis dependentes, os autores utilizaram, o Q de Tobin e o Valor de Mercado sobre o Patrimônio Líquido (PBV). Concluíram pela existência de relação negativa, significativa, entre as variáveis dependentes e a variável independente. Analisaram ainda a diferença de médias entre o valor de mercado das empresas que só possuem ações ON e as que possuem ON e PN. O resultado permitiu rejeitar a hipótese de igualdade dos valores das médias das amostras quando se usa a variável PBV.

Almeida e Bortolon (2012) investigaram como a competição no mercado e a governança corporativa afetam os incentivos para concentração de propriedade e controle do maior acionista, ainda pouco explorados na literatura. A amostra inclui companhias

abertas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2010. Como conclusão, Almeida e Bortolon (2012) puderam inferir que a alta concentração do capital e controle no mercado de capitais brasileiro pode ser afetada pelo ambiente de competição e Governança Corporativa em que as firmas estão inseridas, assim como verificaram que as variáveis de competição no mercado possuem limitações, podendo ocorrer de não representarem a competição que de fato existe nos mercados.

4 Metodologia da Pesquisa

4.1 Amostra

Para a realização do presente estudo, partiu-se da Listagem das Negociações, Lote-Padrão da BM&FBOVESPA de Junho de 2011, com 328 empresas, que servem de ponto de partida da composição da amostra final. As referidas empresas foram classificadas em ordem decrescente de volume de negociações, sendo posteriormente divididas em decis com 30 empresas. Foram descartadas as últimas 28 empresas, que juntas somavam menos que 0,1% do total negociado. A seguir selecionaram-se os decis ímpares, restando na amostra 150 empresas. Retiraram-se 29, por se tratarem de bancos e empresas financeiras. Foram excluídas quatro empresas que tiveram seus registros cancelados posteriormente a junho de 2011. Foram desconsideradas mais três empresas para as quais não haviam dados ou eram incompletos. Por último, foram excluídas 07 empresas cujo controle pertence ao governo, direta ou indiretamente. Nessas condições, restaram 107 empresas, componentes da amostra final.

4.2 Coleta dos Dados

As variáveis utilizadas na análise foram escolhidas com base nos trabalhos reportados na revisão bibliográfica, nos quais, de alguma forma, as referidas variáveis se relacionam com o valor de mercado das companhias. Uma das questões mais importantes analisadas pelos autores refere-se à Governança Corporativa. Conforme apresentado na revisão conceitual, este tema é tratado na BM&FBOVESPA através de níveis, aos quais implicitamente se estabelece graus de dificuldade.

Neste estudo, ao se analisar empresa por empresa, observou-se que há exigências cumpridas por algumas empresas que são requeridas em nível mais elevado àquele que a empresa está classificada. Nessas condições, os elementos da Governança Corporativa serão tratados individualmente. Por outro lado, apenas para alguns destes elementos é possível identificar as empresas que a eles aderiram, independentemente do nível regulamentar da BM&FBOVESPA. Por esta razão, apenas as variáveis que podem ser associadas individualmente às empresas foram consideradas neste estudo.

As informações qualitativas e financeiras foram obtidas nos sítios eletrônicos das empresas, em seus relatórios, no sítio da BM&FBOVESPA, no sítio da CVM e no banco de dados do Economática.

4.3 Definição das Variáveis e Critérios de Pontuação

Os níveis de classificação das variáveis mudam de acordo com as características de cada uma delas. De modo geral, procurou-se obter um número razoável de níveis de classificação, de modo a se evitar situações dicotômicas, o que não foi possível em apenas uma variável, que recebeu este tipo de classificação. Os níveis de classificação foram estabelecidos de modo a atribuir o maior grau de classificação ao nível que, conceitualmente, mais positivamente influencia o valor de mercado das empresas. A seguir são descritas as nove variáveis selecionadas. Ao final da descrição encontra-se quadro resumo com os critérios utilizados na classificação.

4.3.1 Volume de Negociação

Esta variável foi escolhida para representar a liquidez das ações. Também utilizada por Silveira et al. (2004) e Lima, Arantes e Carvalho (2012). As empresas incluídas fazem parte dos decis ímpares, conforme descrito anteriormente na composição da amostra.

4.3.2 Poder de Voto

Em seguida, para caracterizar o grau de concentração de poder de voto, utilizou-se o percentual de participação do acionista controlador no total de ações ordinárias da empresa, variável utilizada por Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002).

4.3.3 Grau de Expropriação

A variável utilizada para medir o conflito de agência entre controladores e minoritários é a mesma utilizada por Silveira et al. (2004). Lima, Arantes e Carvalho (2012) redefiniram a variável como DIF, representando o Percentual de ações Preferenciais de acionistas não controladores (%NP) deduzido do Percentual de ações Preferenciais de acionistas controladores (%CP). Assim sendo, para calculá-la, utilizou-se a seguinte expressão:

$$\text{DIF} = \%NP - \%CP$$

4.3.4 Tag Along

Em seguida, utilizou-se as informações sobre *Tag Along*, outro critério que serve de base à BM&FBOVESPA para enquadrar as empresas nos níveis de Governança Corporativa, variável tratada por Paiva (2011), além de Carvalhal da Silva e Leal (2005). Previsto na legislação brasileira, o *Tag Along* assegura que a alienação do controle acionário de uma companhia, seja direta ou indireta, somente poderá ocorrer sob a condição de o acionista adquirente se obrigar a fazer oferta pública.

4.3.5 Câmara de Arbitragem

Esta variável diz respeito à adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), foro criado pela BM&FBOVESPA para resolver problemas de disputas societárias e do mercado de capitais. Também é um dos critérios utilizados pela BM&FBOVESPA na definição dos níveis de Governança Corporativa. A Câmara de Arbitragem também foi tratada por Scalzer, Almeida e Costa (2008), assim como Carvalhal da Silva e Leal (2005).

4.3.6 Market Share

Conforme utilizada por Almeida e Bortolon (2012), a variável denominada *Market Share*, ou seja, Participação de Mercado, representa o percentual que cada empresa tem no setor onde está inserida. Foram coletados, no banco de dados do Economática, o valor da Receita Líquida (RL), na data base de 31 de Dezembro de 2010, de todas as empresas listadas no referido sistema, assim como o respectivo setor econômico a que pertencem. Em seguida, calculou-se o valor do total de Receita Líquida de cada setor (RLSt). Finalmente, calculou-se a relação entre a receita de cada empresa da amostra e a receita total do seu respectivo setor. O resultado desta divisão foi elevado ao quadrado, conforme proposto no Índice de *Herfindahl-Hirschman* (IHH) para medir participação de mercado, conforme utilizado no trabalho de Almeida e Bortolon (2012). A fórmula utilizada para o cálculo está apresentada a seguir:

$$\text{MKTSH} = (\text{RL} / \text{RLSt})^2$$

4.3.7 Remuneração de Executivos

Outra variável utilizada foi a Remuneração de Executivos. Shleifer e Vishny (1997) e Souza e Borba (2007) pesquisaram seu efeito sobre a imagem das empresas no mercado e sua

relação com as práticas de Governança Corporativa. Para Bilimoria (1997) esta prática exerce influência sobre o controle corporativo. Neste trabalho, identificaram-se, através dos Relatórios Financeiros das empresas com data base de 31 de Dezembro de 2010, as empresas que possuíam Plano de Opções de Compra de Ações, permitindo a administradores e empregados adquirirem, sob determinadas condições, ações das companhias. Identificaram-se ainda as companhias que distribuem Participação nos Lucros e Resultados.

4.3.8 American Depositary Receipts (ADR)

Em seguida, utilizou-se como variável a emissão de American Depositary Receipts (ADR), instrumento utilizado por empresas não americanas para negociar seus títulos em bolsas americanas. Esta variável foi utilizada no trabalho de Bruni e Famá (2003). Obtiveram-se os dados através de planilha vinculada ao site da CVM. A emissão de ADR's obedece aos seguintes níveis: "III / NYSE" (nível máximo de exigência, a ser cumprido por empresas que, além de serem negociadas em bolsas americanas, pleiteiam capital novo); "II / NYSE" (nível exigido para empresas que pretendem negociar suas ações de forma regular nas bolsas americanas); "I / OTC" (nível para ações negociadas exclusivamente em mercado de balcão não organizado); "144A/REGS" (programa voltado para investidores qualificados norte-americanos sem o registro na SEC).

4.3.9 Porte da empresa

Em seguida, considerou-se a variável Porte da Empresa, tendo por base o valor do Total do Ativo (AT), também usada por Silveira et al. (2004) e Carvalhal da Silva e Leal (2005). Conforme proposto por Lima, Arantes e Carvalho (2011), será calculada de acordo com o modelo utilizado por Michel Fleuriet (2003): somatório do Ativo Não Circulante (ANC) com a Necessidade de Capital de Giro (NCG) e o Saldo de Tesouraria (ST), quando este fosse positivo. Para empresas com ST negativo, calculou-se o AT apenas com o somatório do ANC com a NCG.

Para empresas com ST positivo: $AT = ANC + NCG + ST$

Para empresas com ST negativo: $AT = ANC + NCG$

O quadro apresentado a seguir demonstra, resumidamente, como foi feita a classificação de cada variável. O quadro apresenta ainda a quantidade de empresas agrupadas em cada nível das referidas classificações.

Variáveis	Informação	Pontuação	Qtde de Empresas
Volume de Negociação	9º Decil	0	22
	7º Decil	1	24
	5º Decil	2	20
	3º Decil	3	22
	1º Decil	4	19
Poder de Voto	75% a 100%	0	14
	60% a 75%	1	24
	45% a 60%	2	20
	30% a 45%	3	20
	15% a 30%	4	21
	0 a 15%	5	8
Grau de	DIF > 0,8	0	19

convibra 2015

WWW.CONVIBRA.ORG

Business Conference

Expropriação	0,4 < DIF < 0,8	1	12
	0 < DIF < 0,4	2	10
	DIF < 0	3	8
	Somente ações Ordinárias	4	58
TAG ALONG	Ord = 0; Pref = 0	0	41
	Ord < 100; Pref < 100	2	7
	Ord = 100; Pref < 100	3	3
	Ord = 100; Pref = 100	4	56
CMR ARBT	NÃO ADERIU	0	51
	ADERIU	1	56
MARKET SHARE	MKTSH < 0,0000999	0	37
	0,0000999 < MKTSH < 0,000999	1	32
	0,000999 < MKTSH < 0,01	2	16
	0,01 < MKTSH < 0,03	3	13
	0,03 < MKTSH < 0,3999	4	5
	MKTSH > 0,3999	5	4
REM EXCTV	NÃO POSSUI	0	22
	PLR	1	24
	Pl. Opções Ações	2	12
	PLR + Pl. Op. Ações	3	49
ADR	NÃO LISTADA	0	74
	144A / REGS	1	9
	I / OTC	2	14
	II / NYSE	3	6
	III / NYSE	4	4
PORTE	Ativo < R\$1.000.000	0	38
	R\$10.000.000 > Ativo > R\$1.000.000	1	51
	R\$100.000.000 > Ativo > R\$10.000.000	2	17
	Ativo > R\$100.000.000	3	1

Quadro 1 – Variáveis e Níveis de Pontuação

Fonte: autores.

4.4 Hipóteses da Pesquisa

Primeira hipótese:

H0 (hipótese nula): As variáveis são independentes; não é possível associá-las a fator ou fatores comuns que possam representá-las.

Optou-se por adotar o instrumental oferecido pela Análise Fatorial para tentar identificar a existência de fatores que expliquem as correlações entre as variáveis selecionadas para análise. Como se verá na apresentação dos resultados, as variáveis analisadas possuem alto grau de correlação entre si. Conforme descrevem Bezerra e Corrar (2006), a partir da utilização da Análise Fatorial, é possível reconhecer as variáveis mais significativas, a fim de entender a quais fatores podemos relacioná-las.

Recomenda-se a utilização de variáveis métricas quando da utilização de análise fatorial, conforme Fávero et al. (2009). De acordo com Stevens (1946) *apud* Fávero et al.

(2009), “as escalas de mensuração podem ser classificadas em quatro tipos: nominal, ordinal, intervalar e de razão, sendo os dois primeiros relativos a variáveis não métricas, ou qualitativas, e os dois últimos a variáveis métricas, ou quantitativas”.

Ainda de acordo com Fávero et al. (2009):

A classificação de Stevens (1946) é, sem dúvida, bastante difundida e utilizada, porém já recebeu inúmeras críticas de diversos autores que argumentam, entre outros pontos, que a escolha de determinado teste estatístico a ser aplicado para um vetor de dados não depende da escala de mensuração. Entre alguns dos principais críticos de Stevens estão Baker, Hardyck e Petrinovich (1966), Guttman (1977), Borgatta e Bohrnstedt (1980), Duncna (1984), e Mchell (1986). (FÁVERO et al., 2009, p. 20).

Considerando-se que se trata de um estudo exploratório decidiu-se pela utilização das variáveis com classificação ordinal, mesmo para aquelas onde era possível a utilização de dados métricos. Esta opção irá facilitar o entendimento da relação entre variáveis e fatores. Em contrapartida, na análise dos resultados não haverá referência a medidas de posição e dispersão, ou de significância estatística das correlações entre as variáveis.

Segunda hipótese:

H0 (hipótese nula): Não é possível associar as variáveis, agora representadas por escores fatoriais, ao valor de mercado das empresas.

Caso a Análise Fatorial permita a identificação de fatores comuns relacionados a uma ou mais variáveis (rejeição da primeira hipótese), proceder-se-á regressão linear, tendo como variáveis independentes um ou mais escores fatoriais (dependendo do número de fatores encontrados) de cada empresa. Como variável dependente, o valor da relação Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial. A fórmula abaixo representa o cálculo realizado para determinação da variável dependente:

$$VM / PL = Vr Merc / PL$$

Como variável de controle, também tradicionalmente utilizada na literatura acadêmica (Silveira et al. (2004), Carvalho da Silva e Leal (2005) e Lima, Arantes e Carvalho (2012)), utilizar-se-á a variável Retorno do Ativo (ROA). Neste estudo esta variável será calculada através da relação entre o Lucro antes dos Juros e Impostos (EBIT) e o valor do Ativo Total (AT), conforme fórmula apresentada abaixo:

$$ROA = EBIT / AT$$

4.5 Esquema Analítico

A figura 1, abaixo, resume o esquema analítico no qual se desenvolveu o trabalho.

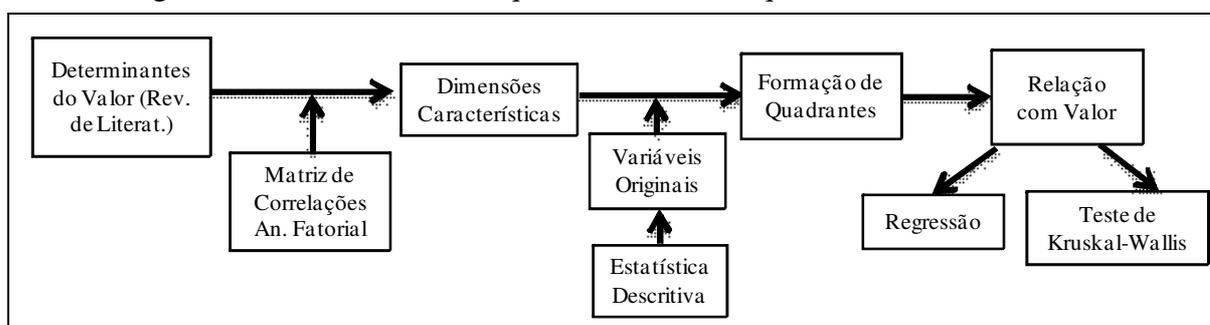


Figura 1 – Esquema Analítico

Fonte: Autores

5 Descrição e Análise dos Resultados

Nesta seção, encontram-se os resultados comentados das análises realizadas. Inicialmente serão apresentados os resultados da Análise Fatorial. Considerando-se que foi possível a identificação de fatores, seguir-se-á com os resultados da Regressão Linear.

5.1 Geração de Fatores Explicativos

A tabela 1 a seguir, apresenta a matriz de correlações entre as variáveis:

Tabela 1 – Matriz de Correlação (Pearson(n))

Fonte: autores

Variáveis	Vol. de Neg.	Poder de Voto	DIF	TAG ALONG	CAM ARBT	MKTSH	REM EXEC	ADR	PORTE
Vol. de Neg.	1	0,241	0,280	0,388	0,404	0,407	0,614	0,518	0,635
Poder de Voto	0,241	1	0,393	0,349	0,423	0,052	0,280	0,024	0,052
DIF	0,280	0,393	1	0,607	0,643	0,000	0,350	-0,042	0,074
TAG ALONG	0,388	0,349	0,607	1	0,880	0,101	0,546	0,009	0,150
CAM ARBT	0,404	0,423	0,643	0,880	1	0,057	0,554	-0,003	0,128
MKTSH	0,407	0,052	0,000	0,101	0,057	1	0,411	0,435	0,608
REM EXEC	0,614	0,280	0,350	0,546	0,554	0,411	1	0,359	0,477
ADR	0,518	0,024	-0,042	0,009	-0,003	0,435	0,359	1	0,640
PORTE	0,635	0,052	0,074	0,150	0,128	0,608	0,477	0,640	1

Uma análise geral da tabela permite concluir que muitas variáveis são correlacionadas com muitas outras variáveis. Destaque especial para as variáveis Volume de Negociação e Remuneração de Executivos, as quais apresentam correlações importantes com todas as demais variáveis.

A estatística Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) apurada para os dados da amostra foi 0,812. Este indicador compara as correlações simples com as correlações parciais e seus valores variam entre zero e um. Conforme descrevem Fávero et al. (2009), a estatística KMO avalia a adequação da amostra em relação ao grau de correlação parcial entre as variáveis, sendo ideal que seu valor esteja mais próximo de 1 a fim de tornar a utilização da técnica de Análise Fatorial adequada.

A Tabela 2, a seguir, apresenta os Autovalores dos fatores encontrados, assim como a variabilidade associada a cada um deles. Observa-se que os dois fatores mais relevantes (em destaque) já representam, acumuladamente, cerca de 60% da variabilidade dos dados.

Tabela 2 – Autovalores

Fonte: autores.

	F1	F2	F3	F4	F5
Autovalor	3,469	1,889	0,138	0,069	0,061
Variabilidade (%)	38,540	20,984	1,535	0,769	0,683
% acumulada	38,540	59,523	61,058	61,828	62,510

De acordo com o critério de raiz latente – Critério de Kaiser – Fávero et al. (2009), escolhe-se o número de fatores a reter em função do número de valores próprios acima de 1. Com base nos resultados obtidos, decidiu-se pela seleção de dois fatores F1 e F2, como

componentes principais, para representar e explicar as variáveis analisadas.

No procedimento realizado, obtiveram-se os valores de Alfa de Cronbach dos fatores. Este índice apresenta uma correlação média entre as variáveis estudadas. Os valores de Alfa de Cronbach encontrados (D1 = 0,830 e D2 = 0,839) indicam que os fatores apresentam bons resultados de consistência interna. A tabela 3, a seguir, apresenta os valores das correlações entre as variáveis e os fatores selecionados.

Tabela 3 – Correlações entre Variáveis e Fatores **Fonte:** autores.

	D1	D2
Vol de Neg.	0,380	0,699
Pod Voto	0,453	0,060
Grau de Expr	0,694	0,009
TAG ALONG	0,881	0,104
CAM ARBT	0,957	0,072
MKTSH	0,021	0,644
REM EXEC	0,539	0,554
ADR	-0,061	0,726
PORTE	0,056	0,883

A análise dos valores das correlações entre variáveis e fatores permite supor que as variáveis Poder de Voto, Grau de Expropriação (DIF), *Tag Along*, e Câmara de Arbitragem, são correlacionadas com o Fator 1, enquanto que as variáveis Volume de Negociação, *Market Share*, ADR e Porte da Empresa são correlacionadas com o Fator 2. Vale ressaltar que variável Remuneração de Executivos está correlacionada com ambos os fatores.

Considerando a correlação entre as variáveis e os fatores, o Fator 1 será identificado sob o título Governança Corporativa, face às características das variáveis a ele mais fortemente correlacionadas. O Fator 2 será identificado sob o título Negociabilidade, considerando que as variáveis a ele mais relacionadas têm características ligadas a indutores de negociação.

Em função dos valores das suas respectivas coordenadas, as empresas se distribuem entre os quatro quadrantes. O quadro 2, abaixo apresentado, indica a quantidade de empresas em cada quadrante. Indica ainda o sinal das coordenadas dos fatores em cada quadrante.

Q. 2	25	Q. 3	31
D1>0;D2<0	empresas	D1>0;D2>0	empresas
Q. 1	32	Q. 4	19
D1<0;D2<0	empresas	D1<0;D2>0	empresas

Quadro 2 – Disposição dos Quadrantes

Fonte: autores

Objetivando melhor caracterizar os elementos mais peculiares de cada quadrante, selecionaram-se em torno de 20% das empresas de cada um, tendo o cuidado de escolher as que estão localizadas na parte mais central dos respectivos quadrantes. Elaborou-se o gráfico 1, abaixo representado, apenas com as empresas selecionadas, objetivando realçar as posições destas empresas em seus respectivos quadrantes.

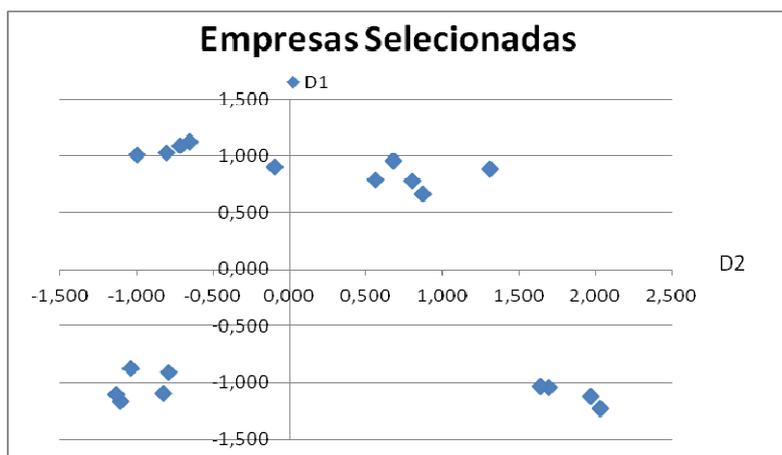


Gráfico 1 – Empresas Seleccionadas

Fonte: autores.

Abaixo, estão indicadas as empresas selecionadas com seus respectivos valores obtidos em cada uma das variáveis analisadas:

Tabela 4 - Empresas Seleccionadas dos Quadrantes

Fonte: autores.

Empresas	Vol Neg	Poder Voto	Gr Expr	Tag Along	Cam Arb	MKT SH	Rem Exec	ADR	Porte	D1	D2
Q1	SONDOTECNICA	0	0	1	0	0	0	0	0	-1,1015	-1,13472
	SPRINGER	1	2	3	0	0	0	0	0	-0,87576	-1,03737
	FRAS-LE	1	2	2	0	0	1	1	0	-0,90737	-0,78918
	DOC IMBITUBA	0	0	0	0	0	0	0	0	-1,16927	-1,10798
	MILLENNIUM	1	0	0	0	0	0	1	0	-1,09655	-0,82407
Q2	TEGMA	2	3	4	4	1	1	3	0	1,086639	-0,71359
	QGEP PART	3	1	4	4	1	0	2	0	1,031193	-0,80346
	AREZZO CO	2	3	4	4	1	1	1	0	1,012179	-0,99901
	ODONTOPREV	3	3	4	4	1	0	3	0	1,123232	-0,65114
	OSX BRASIL	3	1	4	4	1	0	2	0	0,900429	-0,09398
Q3	CYRELA REALT	4	4	4	4	1	2	3	2	0,88737	1,31080
	MRV	4	3	4	4	1	2	3	2	0,95792	0,67848
	CPFL ENERGIA	3	4	4	4	1	2	3	0	0,778528	0,805435
	TRACTEBEL	3	1	4	4	1	2	3	3	0,663498	0,87298
	ENERGIAS BR	3	3	4	4	1	5	3	0	0,786142	0,56115
Q4	USIMINAS	4	4	1	0	0	3	3	1	-1,03701	1,693376
	SID NACIONAL	4	2	4	0	0	3	1	3	-1,03090	1,639589
	AMBEV	4	1	2	0	0	3	3	3	-1,11932	1,973667
	TELESP	4	2	0	0	0	3	3	3	-1,22739	2,031949

Analisando-se a tabela, observa-se que em cada quadrante as empresas apresentam características semelhantes entre si, muito embora em muitas variáveis, a medida em que muda de quadrante, os valores das variáveis se alteram acentuadamente.

Observa-se que no quadrante 1 as empresas selecionadas possuem, em geral, poucos pontos alcançados em cada variável, o que demonstra que as empresas posicionadas nesse

quadrante não possuem características que ensejem alta Negociabilidade nem boa Governança Corporativa.

No quadrante 2 as empresas selecionadas possuem boa pontuação nas variáveis relativas à Governança Corporativa, como Grau de Expropriação, *Tag Along*, Câmara de Arbitragem e Poder de Voto. Quanto às variáveis associadas à Negociabilidade, apresentam classificações superiores às empresas do quadrante 1.

As empresas do quadrante três apresentam classificações mais elevadas em relação a todas as variáveis, sejam as relacionadas à Negociabilidade, sejam as relacionadas à Governança Corporativa.

No quadrante 4 as empresas possuem altas classificações relacionadas às variáveis associadas à Negociabilidade. Em relação à Governança Corporativa, possuem classificações muito baixas nas variáveis a ela relacionada. Vale ressaltar os valores da variável Remuneração de Executivos, compatíveis com os valores registrados pelas empresas dos quadrantes 2 e 3. Conforme se viu na análise das correlações entre variáveis e fatores, esta variável é correlacionada com ambos os fatores.

5.2 Regressão entre Fatores e Valor de Mercado

A relação encontrada entre variáveis e fatores, encorpada pela interpretação proposta, permite rejeitar a primeira hipótese nula e avançar com vistas ao teste da segunda hipótese. Procedeu-se uma regressão linear nos termos propostos na descrição metodológica. Considerando-se a extração de dois fatores, a referida regressão será processada a partir da existência de duas variáveis independentes, relacionadas aos fatores Negociabilidade e Governança Corporativa.

A Tabela 5, a seguir, apresenta os coeficientes fatoriais utilizados no cálculo dos escores fatoriais de cada empresa. Conforme proposto em Fávero et al. (2009), os coeficientes foram aplicados aos valores das variáveis padronizadas de cada empresa. De modo a tornar os dados mais consistentes, todas as demais variáveis da regressão foram, igualmente, padronizadas.

Tabela 5 – Coeficientes fatoriais **Fonte:** autores

Coeficientes	D1	D2
Vol. de Neg.	0,050	0,198
Poder de Voto	0,042	0,007
DIF	0,109	-0,043
TAG ALONG	0,159	-0,002
CAM ARBT	0,696	-0,149
MKTSH	-0,002	0,109
Rem. Exctv	0,045	0,174
ADR	-0,038	0,182
PORTE	-0,095	0,514

O modelo utilizado está descrito a seguir:

$$VM_i / VP_i = \alpha_i + \beta_1 DI_i + \beta_2 D2_i + \beta_3 ROA_i + \epsilon_i \quad (7)$$

Onde:

VM_i = Valor de Mercado da empresa *i*, calculado através do somatório dos produtos da quantidade pelo preço unitário de cada classe de ações.

VP_i = Valor do Patrimônio Líquido da companhia i

DI_i = Escore do Fator 1 da companhia i .

$D2_i$ = Escore do Fator 2 da companhia i .

ROA_i = Retorno sobre Ativos da companhia i

e_i = termo de erro que capta o componente não-sistemático.

A tabela 6, abaixo apresentada, apresenta a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas na Regressão. Vale registrar que, por força da ortogonalidade garantida pela geração dos fatores pela Análise Fatorial, não existe correlação entre as variáveis Negociabilidade (D2) e Governança Corporativa (D1).

Tabela 6 – Matriz de Correlações **Fonte:** autores

Variáveis	D1	D2	ROA	P/VPA
D1	1,000	-0,064	-0,145	0,145
D2	-0,064	1,000	0,020	0,156
ROA	-0,145	0,020	1,000	0,400
P/VPA	0,145	0,156	0,400	1,000

A tabela 7 apresenta os resultados da regressão do modelo.

Tabela 7 – Resultado da Regressão $VM_i/VP_i = \alpha_i + \beta_1 DI_i + \beta_2 D2_i + \beta_3 ROA_i + e_i$ **Fonte:** autores

Fonte	Valor	Erro padrão	T	Pr > t
Intercepto	1,788507958	0,146430381	12,21404970	< 0,0001
DI_i	0,348947231	0,150568178	2,317536379	0,02274266
$D2_i$	0,271954337	0,156376588	1,739098803	0,08543658
ROA_i	0,686719103	0,149990310	4,578423102	< 0,0001
R^2				0,22826669
R^2 ajustado				0,20254224
F			8,873532734	< 0,0001

Os resultados obtidos são bastante interessantes. Como seria desejável, o valor dos coeficientes são positivos, vale dizer, quanto maior o valor obtido pela empresa nos escores dos fatores, maior será seu valor de mercado.

A variável de maior coeficiente é a de controle, do Retorno sobre o Ativo, o que realça a importância do desempenho da empresa sobre o seu valor, independentemente das suas características de Negociabilidade e Governança Corporativa. A seguir, vem a variável Governança Corporativa, com nível de 2,2% de significância estatística. O coeficiente da variável Negociabilidade, por sua vez, tem significância estatística ao nível de 8,5%. Estes resultados permitem, por sua vez, a rejeição da segunda hipótese.

Como reforço ao teste da segunda hipótese - *Não é possível associar as variáveis, agora representadas por escores fatoriais, ao valor de mercado das empresas* - realizou-se o Teste de Kruskal-Wallis, teste não paramétrico para comparar amostras independentes, com todas as empresas da amostra, utilizando-se as posições da relação Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido das empresas de cada quadrante. A seguir encontram-se os valores médios da variável para cada quadrante:

Tabela 8 – Média de VM/VP por quadrante

Fonte: Autores

Quadrante	Q1	Q2	Q3	Q4
Média VM/PL	1,224	1,618	2,387	2,204

O resultado do teste permite rejeitar a hipótese nula, ao nível de 1,6%, em favor da hipótese alternativa de que as amostras não vêm de uma mesma população, ou, em outras palavras, a posição da relação Valor de Mercado / Valor Patrimonial difere entre os quadrantes.

6 Considerações Finais

O objetivo desta pesquisa foi lançar um novo olhar sobre um problema bastante estudado por pesquisadores, qual seja, a identificação dos fatores que determinam o valor de mercado das empresas. Uma breve análise da literatura permitiu constatar que são muitas as variáveis consideradas. Como se pôde verificar, a tentativa de tratá-las num único modelo esbarraria nas correlações muito elevadas que as referidas variáveis possuem entre si.

Optou-se pela utilização de Análise Fatorial, instrumento recomendado para estudos exploratórios, com o objetivo de tentar compreender como as variáveis se relacionam a fatores comuns entre elas. Considerando a natureza especulativa da pesquisa, adotou-se a classificação ordinal das variáveis, na expectativa de que o prejuízo causado pelo abandono de medidas métricas fosse compensado pela maior facilidade na interpretação dos resultados. Acredita-se que este resultado foi alcançado.

A Análise Fatorial empreendida possibilitou a identificação de dois fatores, os quais foram denominados de Negociabilidade e Governança Corporativa. Em relação ao primeiro fator estão relacionadas as variáveis Volume de Negociação, *Market Share*, emissão de ADR e Porte da Empresa. Em relação à Governança Corporativa estão relacionadas as variáveis Poder de Voto, Grau de Expropriação, *Tag Along* e Câmara de Arbitragem. A variável Remuneração de Executivos relaciona-se a ambos os fatores. Esses resultados permitiram a rejeição da primeira hipótese nula proposta.

Na regressão empreendida para testar a segunda hipótese, tendo como variável dependente a relação Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido e como variáveis explicativas os escores fatoriais das empresas, o coeficiente do fator Governança Corporativa tem significância estatística ao nível de 2,2% e o do fator Negociabilidade 8,5%. A estes resultados devem ser somados os resultados significativos do intercepto e da variável de controle, o que torna bastante satisfatório o resultado da regressão. Como reforço ao teste da segunda hipótese, realizou-se o Teste de Kruskal-Wallis que permitiu rejeitar a hipótese nula, ao nível de 1,6%, em favor da hipótese alternativa de que as empresas componentes das amostras (quadrantes) não vêm de uma mesma população, ou, em outras palavras, o valor da relação Valor de Mercado / Valor Patrimonial difere entre os quadrantes.

As coordenadas de cada empresa foram tratadas como pontos. Nessas condições, coordenadas inferiores a zero (negativas) foram considerados pontos baixos, enquanto que coordenadas superiores a zero (positivos) foram tomadas como pontos altos. As combinações possíveis entre pontos dos dois fatores ensejou o agrupamento das empresas em 4 quadrantes. A figura a seguir caracteriza os quadrantes e busca identificá-los nominalmente, em função das características das empresas neles incluídas.

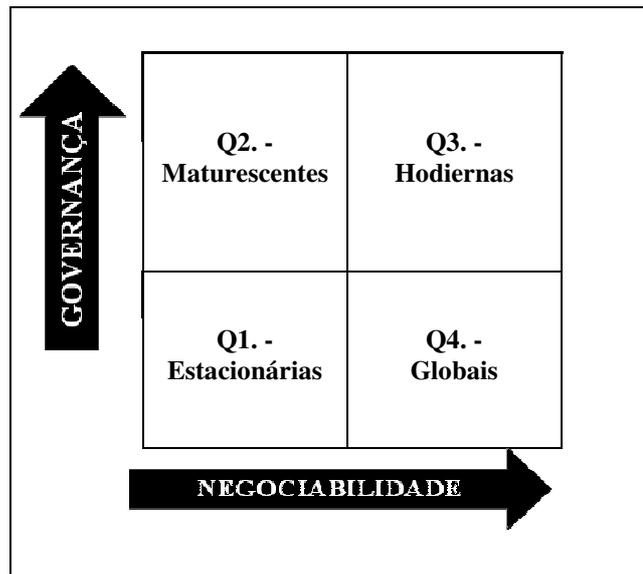


Figura 2 - Empresas dos Quadrantes

Fonte: Autores.

- Quadrante 1 - Empresas Estacionárias: Possuem, em geral, valores baixos registrados em cada variável, demonstrando que as empresas posicionadas nesse quadrante não possuem características que ensejem boas condições de Negociabilidade nem boa Governança Corporativa.

- Quadrante 2 – Empresas Maturescentes: Possuem valores altos nas variáveis relativas à Governança Corporativa, como Grau de Expropriação, *Tag Along*, Câmara de Arbitragem e Remuneração de Executivos. Quanto às variáveis associadas à Negociabilidade, apesar de baixas, apresentam classificações superiores às empresas do quadrante 1. São empresas valorizadas pela boa prática de governança corporativa. Optou-se por chamá-las de maturescentes porque podem melhorar suas características de Negociabilidade.

- Quadrante 3 – Empresas Hodiernas: São as empresas mais valorizadas no mercado. Possuem características que são bem avaliadas em ambos os fatores, possuindo boa Negociabilidade e boa Governança Corporativa.

- Quadrante 4 – Empresas Globais: São fortes em Negociabilidade. Optou-se por chamá-las do Globais porque são empresas negociadas no exterior através de ADR's, líderes de mercado e de grande porte, características que lhes garante boa valorização. Nessas condições, abrem mão da prática de boa Governança Corporativa.

As empresas Hodiernas (Q3) são as mais valorizadas (ambos os fatores positivos). Seguem-se em empresas Globais (Q4), fortes em Negociabilidade e fracas em Governança. A seguir vêm as Maturescentes (Q2), fortes em Governança e fracas em Negociabilidade. Seguem-se as menos valorizadas, as Estacionárias, fracas em ambos os fatores. Estes resultados são compatíveis com os valores dos coeficientes da regressão empreendida com os fatores. O coeficiente do fator Governança tem o dobro do peso do fator Negociabilidade. Considerando-se a natureza exploratória deste trabalho, seus resultados podem ser considerados como animadores. Sugere-se a inclusão de novas variáveis no modelo, de modo a melhorar os resultados encontrados para o coeficiente de Negociabilidade.

Referências

ALMEIDA, J. E. F. ; BORTOLON, P. M. . *Competição no Mercado e Estrutura de Propriedade: Evidências das Companhias Abertas Listadas na BMF&Bovespa*. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 12., 2012, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2012.

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BEBCHUK, Lucian Arye. A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. *Nat'l Bureau of Econ. Research (NBER)* – Harvard Law School, Cambridge, MA, July 1999. Working Paper N. W7203.
- BEZERRA, Francisco Antonio; CORRAR, Luiz J. Utilização da Análise Fatorial na Identificação dos Principais Indicadores para Avaliação do Desempenho Financeiro: Uma Aplicação nas Empresas de Seguros. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, n.42, set/dez 2006.
- BILIMORIA, Diana. Perspectives on corporate control: implications for CEO compensation. *Human Relations*. v. 50, n. 7, p. 829-858, 1997.
- BORGERTH, Vania Maria da Costa. *SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley: um caminho para a informação transparente*. São Paulo: Cengage Learning, 2007.
- BRASIL. *Lei n. 6.404/73*, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações.
- BRUNI, A. L., FAMÁ, R., *Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo de Capital: Uma análise das Emissões de ADR's Brasileiros no período de 1992-2001*. In: XXXVIII ASSEMBLÉIA DO CONSELHO LATINOAMERICANO DE ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO (CLADEA), 38, 2003, Lima - Peru. Anais... Lima, 2003.
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz, LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Governança Corporativa: Evidências Empíricas no Brasil*. São Paulo: Editora Atlas, 2007.
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz, LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*. v. 3, n. 1, p. 1–18, 2005.
- FÁVERO, Luiz Paulo Lopes et al. *Análise de Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus, 2009.
- FLEURIET, M., KEHDY, R. e BLANC, G. 2003. *O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de Análise, Orçamento e Planejamento*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E. *Administração Estratégica*. Tradução da 7ª Edição. Ed. Thomson, 2007.
- JENSEN, M., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, p. 471-517, 1999c.
- LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; VALADARES, Silvia. Estrutura de controle das Companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7 -18, set./dez. 2002.
- LIMA, Álvaro Vieira; ARANTES, Bruna Reis de; CARVALHO, Frederico Antônio Azevedo de. Um estudo sobre a relação entre ações preferenciais e valor de mercado das empresas brasileiras. *ASAA – Advances in Scientific and Applied Accounting*, V. 5, N. 2, 2012.
- PAIVA, Antonio Claudio Noberto. *Efeitos de sobrereação e sub-reação no mercado de ações brasileiro: companhias que concedem Tag Along*. 2011. 104 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade de Brasília, Brasília, 2011.
- SCALZER, Rodrigo Simonassi; ALMEIDA, Juan Carlos Goes de; COSTA, Fábio Moraes da. *Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa*. *Revista de Contabilidade e Organizações* [online] da FEARP/USP 2008, v.2, n.2, p. 118-131, Jan-Abr/2008
- SHLEIFER, A.; VISHNY, RW. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 737 – 783, 1997.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 4, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.
- SOUZA, Flávia Cruz de; BORBA, José Alonso. Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 18, n. 2, p. 35-48, abr./jun. 2007.