

# **OS REFLEXOS DAS PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS**

**CARLA CAROLINNE DOS SANTOS SILVA**

Universidade Federal da Paraíba  
carlacarolines@gmail.com

**ORLEANS SILVA MARTINS**

Universidade Federal da Paraíba  
orleansmartins@yahoo.com.br

# OS REFLEXOS DAS PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

## 1 INTRODUÇÃO

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

Os estudos realizados nesse âmbito utilizam variáveis contábeis com a finalidade de explicar como se comporta o preço das ações, verificando, através de análises estatísticas, se determinadas informações contábeis são relevantes para o mercado de capitais (WATTS; ZIMMERMAN, 1986), tendo como variável dependente o preço das ações e como variáveis independentes as informações contábeis e financeiras acerca do lucro e do patrimônio líquido (BROWN; LO; LYS, 1999). Nesse sentido, segundo Martins, Machado e Machado (2012), considera-se uma informação detentora de *value relevance*, quando ela possui significância estatística no arbitramento do preço das ações, isto é, quando ela é capaz de explicar alterações no preço das ações dessas empresas no mercado de capitais.

Por relevância de uma informação contábil-financeira se entende a capacidade que ela tem de influenciar os preços das ações (FRANCIS; SHIPPER, 1999). Barth, Beaver e Landsman (2001) ratificam essa definição ao afirmarem que uma informação tem *value relevance*, ou seja, é relevante, quando está significativamente associada ao valor de mercado da empresa. Assim, pesquisas realizadas com a intenção de investigar se determinadas informações são relevantes para a explicação da variação dos preços das ações são denominadas de *value relevance*.

Paralelo a isso, diante do crescimento do mercado de capitais, gerado pela expansão das empresas existentes, pela abertura de capital de novas empresas e pelas negociações de suas ações, o que se vê de forma cada vez mais comum é a consequente separação entre a propriedade e a gestão da empresa, o que dá espaço aos denominados conflitos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), que se originam quando os agentes internos, detentores de informações privilegiadas, podem usá-las em proveito próprio, gerando assim uma assimetria de informações entre *shareholders* (acionistas), *stakeholders* (demais usuários das informações) e gestores no mercado de capitais.

É nesse cenário de conflitos de interesse em que o destino das companhias é traçado pelos gestores e os proprietários e, portanto, propício ao desenvolvimento de conflitos de agência, que surge a governança corporativa, conceituada por Shleifer e Vishny (1997) como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores garantem a obtenção do retorno sobre seu investimento. De acordo com Malacrida e Yamamoto (2006), a governança corporativa visa reduzir a distância existente entre proprietários, gestores e a sociedade em geral, no que diz respeito às informações privilegiadas sobre a empresa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2013) afirma que a governança corporativa se preocupa em criar um conjunto de mecanismos eficientes, tanto de incentivo quanto de monitoramento, com a finalidade de assegurar que o comportamento dos

gestores (agente) esteja sempre de acordo com o interesse dos acionistas (principal). Nesse sentido, a boa governança proporciona aos proprietários a gestão estratégica de suas empresas e a monitoração das ações da direção executiva. Para isso, utiliza ferramentas capazes de assegurar o controle da propriedade sobre a gestão, sendo as principais: o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal (IBGC, 2013).

Nesse sentido, Lopes (2001) afirma que desde os primeiros estudos em governança corporativa o papel da Contabilidade tem sido reconhecido e considerado fundamental, tanto no que tange ao estabelecimento de contratos entre os proprietários e os gestores, quanto como importante redutora de assimetria informacional. Para o IBGC (2013), a governança corporativa adota como linhas mestras conceitos relacionados à Contabilidade, tais como: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, como meio de explicar e solucionar os conflitos existentes entre os interesses dos usuários das informações. Por essa razão, é possível perceber uma forte interação entre a governança corporativa e a Contabilidade na busca da minimização dos custos de agência e problemas provenientes da assimetria de informação.

Isso é ratificado por Martins (2012) quando observa que os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA surgiram como forma de comparar a credibilidade dos mecanismos de redução de assimetria de informação existentes entre as companhias de capital aberto no Brasil. Nesses segmentos são listadas as empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa, de forma adicional àquelas que são exigidas pela legislação brasileira. Dessa forma, uma vez que esses mecanismos têm a finalidade de reduzir a assimetria de informação, torna-se pertinente o estudo da relevância dessas práticas diferenciadas em relação ao valor das empresas. Com base nisso, este estudo surge com o objetivo de verificar se as práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA possuem relevância na explicação das variações do seu valor de mercado.

## **2 REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1 *Value Relevance* da Informação Financeira**

De acordo com Holthausen e Watts (2001), estudos sobre *value relevance* podem ser classificados como *marginal information content studies* (estudos de conteúdo informacional marginal), uma vez que investigam se determinado valor proporciona maior poder informacional aos investidores em relação às informações disponíveis. Para os autores, o interesse é avaliar se determinada informação está relacionada às alterações de preço dos ativos. Segundo Martins, Machado e Machado (2012), as pesquisas realizadas nesse sentido, assumem a Hipótese de Mercados Eficientes – HME – (FAMA, 1970) ao considerarem que todas as informações relevantes são absorvidas pelo mercado de capitais. Do mesmo modo, pressupõe-se que isso aconteça com as informações contábeis.

Para Lopes, Santana e Costa (2007), esses estudos foram realizados desde seu surgimento, na década de 1960 em países desenvolvidos, por considerarem que o mercado dos países emergentes era pouco eficiente quando se tratava de refletir as informações contábeis, tendo-se como exemplo os estudos de Burgstahler e Dichev (1997) e Beaver (1998). Entretanto, outros estudos revelam que a relevância das informações contábeis é influenciada por características específicas da própria Contabilidade e do mercado de capitais, independentemente de o mercado ser mais desenvolvido ou não (ALFORD *et al.*, 1993; JOOS; LANG, 1994; MUELLER; GERON; MEEK, 1994; ALI; HWANG, 2000). No Brasil, das pesquisas que abordam *value relevance* se destacam Lopes (2001), Sarlo Neto (2004), Galdi e Lopes (2008); Malacrida (2009) e Martins, Machado e Machado (2012).

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

Hung (2001), ao realizar sua pesquisa em 21 países, afirma que a diferença entre o valor de relevância da informação contábil encontrada, dá-se pela proteção que é dada aos acionistas. Nos países onde há uma fraca proteção dos acionistas, o uso da Contabilidade é relacionado negativamente ao valor de mercado das companhias, o que não acontece em países que possuem uma maior proteção aos acionistas.

Dado o valor de relevância que os informativos contábeis possuem perante o mercado financeiro, considera-se também importante a sua contribuição como prática de governança corporativa nas companhias de capital aberto, visto que possui instrumentos capazes de reduzir a assimetria informacional.

Diante do exposto, é nesse contexto que se apresenta esta pesquisa, que busca discutir a relevância da informação no mercado de capitais, especialmente quanto às práticas diferenciadas de governança corporativa das companhias abertas listadas nos níveis da BM&FBOVESPA.

## **2.2 Governança Corporativa**

A governança corporativa é um conjunto de mecanismos utilizados com a finalidade de garantir aos investidores o retorno sobre seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997) e assim otimizar o desempenho das companhias. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2012), a governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Dessa forma, a governança corporativa, frente aos conflitos de agência, onde os interesses dos gestores por vezes divergem dos interesses dos proprietários da empresa, utiliza-se de mecanismos que permitem controlar e monitorar as negociações com a finalidade de proteger e assegurar que o comportamento dos gestores esteja simétrico às expectativas dos proprietários.

No sentido de gerar valor para a empresa, mais precisamente valor de mercado, evidências revelam que as empresas que adotam práticas de governança corporativa, de forma adicional àquelas exigidas pela legislação, agregam maior valor de mercado. Klapper e Love (2002) relacionam a qualidade da governança corporativa e ao valor de mercado das empresas em 14 países emergentes, utilizando o índice de governança corporativa do banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA) e encontram uma correlação positiva entre as variáveis. Black *et al.* (2006) confirmam essas evidências ao relacionar a governança corporativa com o valor de mercado de empresas na Coreia do Sul, oferecendo indícios de que as práticas de governança corporativa podem gerar uma influencia positiva no valor de mercado das empresas em países emergentes.

No Brasil, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) buscaram uma relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor de mercado das companhias abertas através

de um índice de governança amplo e encontram indícios de que o efeito das práticas alternativas de governança é significativo sobre o valor de mercado das empresas. Evidências semelhantes foram encontradas por Silveira, Barros e Famá (2006) junto a 154 empresas, identificando uma relação positiva e significativa de influência da governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas.

Essas evidências empíricas apontam que a qualidade de governança corporativa implica em maior valor de mercado das companhias de capital aberto, o que leva a inferir que a governança corporativa é *value relevante*, uma vez que influencia o valor de mercado.

Com o objetivo de implementar melhores níveis de governança corporativa no Brasil, a BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), onde são listadas as empresas que atendam às práticas de qualidade diferenciadas, dos quais o Novo Mercado é aquele que estabelece um nível de governança corporativa mais diferenciado, ao ponto que se tornou o padrão de governança e transparência exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital (BM&FBOVESPA, 2013). Para ser listada nesse segmento, a empresa precisa adotar um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, como também uma maior transparência e abrangência na divulgação de informações.

No Quadro 1 são apresentadas as práticas de governança corporativa estipuladas pela BM&FBOVESPA para as empresas do Novo Mercado, relacionadas aos direitos dos acionistas e à estrutura de governança.

**Quadro 1 – Práticas diferenciadas de governança corporativa.**

<b>Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa</b>	
Características das ações emitidas	Somente Ações ON.
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	Mínimo 25% de free float
Distribuições públicas de ações	Esforço de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e 'cláusulas pétreas'
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos)
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Vedação à acumulação de cargos
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.
Concessão de Tag Along	100% para ações ON
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2013).

No que diz respeito aos outros segmentos, as companhias listadas no Nível 1 devem adotar práticas que facilitem a transparência e o acesso às informações para os investidores, devem divulgar informações adicionais às exigidas por lei, como é o exemplo do calendário anual de eventos corporativos, de modo que favoreça a transparência e o acesso às informações por parte dos investidores. O Nível 2 é similar ao Novo Mercado, possuindo algumas exceções, como: é permitido a emissão de ações preferenciais (PN) e o *tag along* de no mínimo 80% (BM&FBOVESPA, 2013).

O Novo Mercado é, portanto, o nível de listagem mais robusto no que diz respeito à implementação das práticas de governança corporativa, deste modo, é usado como parâmetro para a análise das melhores práticas de governança corporativa aplicadas às empresas neste estudo.

### 3 METODOLOGIA

Para a realização deste estudo foi estabelecida uma amostra composta pelas empresas integrantes do Índice Brasil (IBrX), no qual são listadas as 100 empresas mais líquidas do período, nos exercícios sociais de 2010 a 2012. As informações referentes ao cumprimento das práticas de governança corporativa foram obtidas a partir do anuário de governança corporativa da Revista Capital Aberto. Para as informações acerca das melhores práticas não contidas nas fichas, recorreu-se aos seus respectivos formulários de referência obtidos nos sites das empresas ou da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados relativos ao valor de mercado das empresas foram extraídos da base de dados da Economatica, tendo como parâmetro o preço de fechamento de suas ações no último dia útil de cada ano.

Dessa forma, da amostra inicial foram excluídas 27 empresas que não estiveram no IBrX durante os três anos, tendo em vista a organização de um painel balanceado. Desse modo, a amostra final contou com 73 empresas ao longo de 3 anos, totalizando 219 observações. Com isso, os dados foram tabulados e analisados por meio de um modelo de regressão linear múltiplo com o auxílio de um *software* estatístico.

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

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

Onde:  $\gamma$  é a variável dependente,  $\alpha$  é a constante,  $\beta$  o coeficiente de inclinação da equação,  $|x|$  são as variáveis explicativas e  $\varepsilon_i$  corresponde ao resíduo do modelo.

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

**Quadro 2** – Práticas diferenciadas de governança corporativa.

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

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2013).

Para classificar se as companhias adotam ou não cada prática de governança acima, utilizou-se na análise de regressão variáveis binárias (*dummies*), atribuindo-se 1 para aquelas empresas que adotam determinada prática e 0 para as que não a adotam.

Para verificar se as regressões estimadas não eram espúrias, foi analisada a existência de autocorrelação, de heterocedasticidade, como também a significância da regressão e seu coeficiente de determinação, todos a um nível de significância de 5%. Com isso, pode-se verificar que as regressões não são espúrias.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

Por meio da investigação das práticas de governança corporativa impostas pela BM&FBOVESPA às empresas pertencentes ao Novo Mercado, pode-se observar, de acordo com a Tabela 1, que em média as empresas listadas no IBrX nos anos de 2010 a 2012 atendem a maioria das melhores práticas de governança, com exceção daquelas práticas que ainda vão de encontro às características intrínsecas do mercado brasileiro, como é o caso da emissão exclusiva de ações ON, uma vez que no contexto brasileiro a maioria das empresas emitem ações PN. Ainda assim, mais de 60,00% das empresas listadas no índice, nos três anos observados, emitem apenas ações ON, esse número se mantém praticamente constante no período observado. Esse resultado deve-se ao fato de que, segundo a BM&FBOVESPA (2013), apenas as empresas listadas no Novo Mercado são obrigadas a aderir a essa prática.

Os resultados apontam ainda que a prática D (Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”) também não possui um número considerável de adesões quando comparada às demais, entretanto, a adoção dessa prática é observada em 65,00% das empresas listadas. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que apenas as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 da BM&FBOVESPA são obrigadas a cumpri-la, de acordo com a BM&FBOVESPA (2013).

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

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

Fonte: Dados da pesquisa.

As demais práticas, como pode-se ainda observar na Tabela 1, são adotadas por mais de 70,00% das empresas. Dentre estas, as práticas mais adotadas no período observado são: a prática B (Mínimo de 25% de *free float*), I (Reunião pública anual e calendário de eventos

corporativos) e J (Divulgação adicional de informações), com uma adesão de 97,26%, 98,63% e 96,34% das empresas, respectivamente. No que diz respeito a essas três práticas, esse resultado muito provavelmente está relacionado ao fato de que todas as companhias listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado são obrigadas a adotá-las. O resultado leva a inferir que 97,26% das empresas mais líquidas no período, possuem no mínimo 25% de suas ações em circulação, 98,63% realizam reunião pública anual e emitem um calendário de eventos corporativos e 96,34% delas, divulgam informações adicionais, como política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.

No geral, os resultados se justificam pelo fato de que a maior parte das companhias listadas no índice pertence ao Novo Mercado (único nível que tem a obrigação de adotar todas as melhores práticas de governança corporativa). Todavia, vale salientar que apesar do grande número de empresas do Novo Mercado no índice, as mais líquidas não estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, (como a Petrobrás e a Ambev) ou estão listadas apenas no nível mais baixo de governança (Nível 1), é o caso da Vale, do ItauUnibanco e do Bradesco, conforme Tabela 2.

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

<b>Empresas</b>	<b>Segmento de listagem</b>
Ambev	Tradicional
Petrobrás	Tradicional
Vale	Nível 1
ItauUnibanco	Nível 1
Bradesco	Nível 1

Fonte: Dados da pesquisa.

A adoção de determinadas práticas por parte das empresas não listadas no nível mais elevado de governança corporativa (Novo Mercado) são em sua grande parte facultativas para as demais empresas, o que justifica a não adesão de algumas delas por parte das demais companhias.

Quanto ao valor de mercado das empresas no período de 2010 a 2012, a Tabela 3 indica que ele não sofreu grandes alterações durante os anos observados, o que pode ser explicado pelo fato de que as empresas que compõem o IBrX e, conseqüentemente, a amostra deste estudo se repetem durante os anos.

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

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

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

Observou-se ainda que houve a adoção de determinadas práticas por parte de algumas empresas ao longo do período observado, bem como a mudança de nível de governança por parte das empresas, entretanto, pelo número de casos não apresentarem relevância, não foram alvo de análise.

## **4.2 Relação entre as Variáveis**

Para investigar a relação existente entre as variáveis representativas das melhores práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias com seu valor de mercado, foi estimada uma regressão linear múltipla. A regressão relacionou os possíveis reflexos das práticas de governança corporativa com o valor de mercado das empresas.

Para assegurar que a regressão não fosse espúria, foram examinadas a existência de autocorrelação e de heterocedasticidade, como também a significância e o coeficiente de determinação da regressão. Não foi observada presença de autocorrelação entre os resíduos, uma vez que o teste de *Durbin-Watson* revelou valor igual a 1,933; a hipótese nula de existência de homocedasticidade do teste de *White* não foi rejeitada; a hipótese nula de não significância do modelo de regressão foi rejeitada, uma vez que a regressão estimada, de forma geral, apresentou-se significativa ao nível de 1%, conforme estatística *F*, inferindo que o modelo é significativo estatisticamente; e, a regressão apresentou um coeficiente de determinação de 0,336, indicando que cerca de 33,6% das variações da variável dependente podem ser explicadas pelas variáveis independentes contidas no modelo, sugerindo que existe outras variáveis não incluídas no modelo que também podem explicar as variações do valor de mercado dessas empresas.

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

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

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

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

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

O coeficiente da variável D (Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas") encontrado também contrapõe-se a suposição, sugerindo

que a adoção de vedações a disposições estatutárias por parte das empresas tende a apresentar um valor de mercado 67,15% menor do que as demais empresas. O coeficiente da variável E (Mínimo de 5 membros no conselho, sendo 20% independentes com mandato unificado de até 2 anos) também contraria a literatura, indicando que as empresas que adotaram um mínimo 5 membros no conselho, sendo destes 20% independentes com mandato unificado de até 2 anos, tendem a ter seu valor de mercado 43,02% menor quando comparado as demais empresas no período analisado.

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

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

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

As práticas H (Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês), L (Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico) e M (Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado) de governança corporativa possuem, diferentemente das primeiras, reflexos positivos sobre o valor de mercado das empresas, o que leva a inferir que a adoção dessas práticas possuem *value relevance*, de modo que são refletidas positivamente no valor de mercado dessas companhias, corroborando a literatura (KLAPPER; LOVE, 2002; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; BLACK ET AL., 2006).

Ademais, as outras variáveis (A, B, F, G, I, J, K) não apresentaram significância estatística e, por essa razão, não foram alvo de análise.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo buscou verificar se as práticas diferenciadas de governança corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA possuem relevância na explicação das variações do seu valor de mercado. Para isso, foi estimada uma regressão linear múltipla, onde se utilizou como variável dependente o preço das ações e como variáveis independentes as práticas diferenciadas de governança corporativa. Nesse contexto, apesar do crescente número de pesquisas realizadas abordando a governança corporativa e relativa escassez de estudo que a relacionem ao valor de mercado das companhias, esse estudo apresenta uma contribuição à literatura de finanças ao relacionar o impacto da adoção das melhores práticas de governança corporativa no valor de mercado das empresas, apoiando-se na literatura de *value relevance*.

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

Os reflexos negativos de algumas das variáveis analisadas podem ser explicados pelo fato de que as empresas mais líquidas do índice correspondem àquelas que não aderiram a todas as práticas diferenciadas de governança corporativa, uma vez que não são listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Essas empresas possuem características intrínsecas capazes de diferir os resultados daqueles esperados.

À ausência de significância estatística das demais variáveis, pode ser atribuído o fato de que o mercado brasileiro de capitais apresenta características peculiares em sua estrutura, como o perfil de investidores pautados curto prazo e o alto índice de emissão de ações preferenciais, que não são observadas em mercados desenvolvidos.

Por fim, vale salientar que a pesquisa realizada foi restrita às companhias de capital aberto que compuseram a amostra, compreendidas nos exercícios de 2010 a 2012. Assim, os resultados aqui apresentados representam apenas um recorte da realidade em questão, não possuindo a intenção de serem colocados como respostas definitivas ao problema investigado. Entretanto, dada à escassez de estudos que abordam tal aspecto das práticas de governança corporativa, considera-se, portanto, sua relevância e contribuição.

## REFERÊNCIAS

- ALI, A.; HWANG, L. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, Chicago, IL, v.38, n.1, p.1-21, 2000.
- ALFORD, A.; JONES, J.; LEFTWICH, R.; ZMIJEWSKI, M. The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research*, Chicago, IL, v.31, n.I, p.183-223, 1993.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 77-104, 2001.

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

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

BOLSA de Mercadorias & Futuros da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Governança corporativa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/ciaslistadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 30 abr. 2013.

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

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

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: maio de 2013.

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

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

GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano. *Revista de Administração*, v.43, n.2, p.186-201, 2008.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 3-75, 2001.

HUNG, M. Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis, *Journal of Accounting and Economics*, v. 30, n. 3, p. 401-420, 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

IBGC- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Governança corporativa. Disponível em:<<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 maio 2013.

JOOS, P.; LANG, M. The effects of accounting diversity: evidence from the European Union. *Journal of Accounting Research*, Chicago, IL, v.32, n.I, p.141-168, 1994.

KLAPPER, L.; LOVE, I. 2002. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. World Bank Policy Research Working Paper n. 2818, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. COPPEAD/UFRJ Working Paper, 2004.

LOPES, A. B. A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

LOPES, A. B.; SANTANA, D. P.; COSTA, F. M. A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. Revista Adm, São Paulo, v.42, n.4, p.497-510, out./nov./dez. 2007.

MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. A. V.; MURCIA, F. D. R.; MACHADO, M. R. Análise do Impacto da Substituição da DOAR Pela DFC: Um Estudo sob a Perspectiva do *Value-Relevance*. Revista Contabilidade & Finanças - USP, vol. 22, n. 57, setembro-dezembro, 2011, pp. 299-318. São Paulo, Brasil.

MALACRIDA, M. J. C. A Relevância do Lucro Líquido versus Fluxo de Caixa Operacional para o Mercado de Ações Brasileiro. 2009. 146f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

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

MARTINS, O. S. Relações entre a assimetria de informação e as características das empresas no mercado acionário brasileiro. 2012. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)- Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Brasília, 2012.

MARTINS, V. G.; MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. *Value Relevance* das Informações de *Leasing* Operacional: Um Estudo em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. In: 12º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade São Paulo/SP 26 e 27 julho de 2012. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos122012/default.asp?con=1>.

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

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

SARLO NETO, A. A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário

brasileiro. 2004. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2004.

SARLO NETO, A. et al. O diferencial no impacto dos resultados Contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças, USP*, n. 37, p.46-58, 2005.

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

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

SILVEIRA, A. D. M., BARROS, L. A. B. C., & FAMÁ, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.

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