



Revista de Ciências Contábeis
| RCiC-UFMT |

homepage do periódico: <http://periodicoscientificos.ufmt.br/ojs/index.php/rcic>



Os custos de governança refletem no valor de mercado e na rentabilidade das empresas?

Do governance costs reflect market value and corporate profitability?

Los costos de gobierno reflejan el valor de mercado y la rentabilidad de las empresas?

Jéssica Lustosa Schaedler

Universidade do Estado de Mato Grosso (UFMT), Brasil

jessicaschaedler06@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0000-000-0000>

Lyss Paula de Oliveira

Universidade Federal de Mato Grosso (UFMT), Brasil

Universidade de Brasília (UnB), Brasil

lysspaula@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5285-4778>

Histórico do artigo:
Recepção: 1º semestre de 2021
Aprovação e revisão: 1º semestre de 2021
Publicação: 1º semestre de 2021

RESUMO

O objetivo do estudo é analisar o comportamento dos custos, da rentabilidade e do valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto após a adesão ao segmento de governança corporativa do Novo Mercado. A amostra foi composta por 128 empresas abertas e os dados foram extraídos da base de dados Econômica e dos Formulários de Referência dos anos de 2010 a 2016. Foram gerados três modelos de regressão para as variáveis independentes valor de mercado, rentabilidade e custos de governança. Os resultados evidenciam que os custos com governança afetam mais de forma negativa a estrutura de ativos das empresas do que o retorno gerado ao acionista e ao mesmo tempo promove um equilíbrio com o valor de mercado. Também pode-se notar que o risco da empresa teve relação com os principais elementos do estudo, sendo constatado que riscos elevados afetam de forma negativa o valor de mercado das empresas, que se a rentabilidade for insatisfatória ou se a empresa tiver muitos custos faz com que os riscos aumentem. O estudo contribui tanto ao meio acadêmico, quanto corporativo ao trazer evidências sobre a relação dos custos implícitos às práticas de governança e um possível reflexo no valor de mercado e na rentabilidade das empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Custo de Governança; Valor de Mercado; Rentabilidade.

ABSTRACT

The objective of the study is to analyze the behavior of costs, profitability and market value of publicly traded Brazilian companies after joining the Novo Mercado corporate governance segment. The sample consisted of 128

public companies and the data were extracted from the Economática database and the Reference Forms from the years 2010 to 2016. Three regression models were generated for the independent variables market value, profitability and governance costs. The results show that governance costs affect the companies' asset structure more negatively than the return generated to the shareholder and at the same time promote a balance with the market value. It can also be noted that the company's risk was related to the main elements of the study, and it was found that high risks negatively affect the companies' market value, which if the profitability is unsatisfactory or if the company has many costs causes that the risks increase. The study contributes to both the academic and the corporate environment by bringing evidence about the relationship of implicit costs to governance practices and a possible reflection on the market value and profitability of companies.

Keywords: Corporate Governance. Governance costs. Market Value; Profitability.

RESUMEN

El objetivo del estudio es analizar el comportamiento de los costos, la rentabilidad y el valor de mercado de las empresas brasileñas que cotizan en bolsa luego de ingresar al segmento Novo Mercado gobierno corporativo. La muestra estuvo conformada por 128 empresas públicas y los datos fueron extraídos de la base de datos de Economática y de los Formularios de Referencia de los años 2010 a 2016. Se generaron tres modelos de regresión para las variables independientes valor de mercado, rentabilidad y costos de gobernabilidad. Los resultados muestran que los costes de gobernanza afectan la estructura patrimonial de las empresas de forma más negativa que la rentabilidad generada al accionista y al mismo tiempo promueven un equilibrio con el valor de mercado. También se puede señalar que el riesgo de la empresa estuvo relacionado con los elementos principales del estudio, y se encontró que los riesgos altos afectan negativamente el valor de mercado de las empresas, lo que si la rentabilidad es insatisfactoria o si la empresa tiene muchos costos causa que los riesgos aumentan. El estudio contribuye tanto al entorno académico como al corporativo al aportar evidencia sobre la relación de los costos implícitos con las prácticas de gobierno y una posible reflexión sobre el valor de mercado y la rentabilidad de las empresas.

Palabras clave: Gobierno Corporativo. Costos de gobernanza. Valor de mercado; rentabilidad.

1. Introdução

A premissa da adoção de melhores práticas que demonstrem ao usuário externo forma mais adequada de gestão tem feito com que as empresas busquem mecanismos mais eficientes, transparência e confiáveis no gerenciamento de suas atividades. Dentre essas práticas, a adesão da governança corporativa (GC) tem sido apontada como instrumento que visa dar maior conformidade entre os interesses dos acionistas e dos gestores por meio de instrumentos de monitoramento do comportamento oportunista (ALENCAR *et al.*, 2016).

A governança corporativa seria um sistema por meio do qual as empresas e organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC, 2015). Com isso os investidores poderiam demonstrar maior interesse em empresas que possam acreditar usufruir maiores benefícios e que seja gerida com maior transparência (CARVALHO *et al.*, 2004). No Brasil, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) criou segmentos especiais de listagem de governança corporativa com o intuito de desenvolver a formalização da prática no mercado de capitais brasileiro, prezando por regras de governança que incluem não apenas as obrigações perante a Lei das Sociedades por Ações (S/A), mas também maior transparência e direitos para investidores e acionistas e divulgação para controladores, participantes do mercado e gestores, acarretando assim em um menor risco (BOVESPA, 2017).

Dentre esses segmentos, o Novo Mercado parece ser consistente o suficiente, tanto em exigências, quanto em número de adesões por parte das empresas. Nesse sentido, Aragão *et al.* (2010) apontam que se pode presumir que as empresas com os mais altos padrões de governança

corporativa e que melhor atendem a estes requisitos são mais interessantes aos investidores, o que justificaria a progressiva adesão de empresas ao Novo Mercado e demais níveis diferenciados de governança corporativa da B3.

A listagem nos segmentos de governança corporativa é facultativo às empresas tanto por aderir, quanto por qual segmento aderir. De acordo com Bortolon e Silva Junior (2015) duas situações devem ser levadas em consideração ao se aderir segmentos de governança corporativa, uma delas são os custos de exigências legais e institucionais, como taxas e despesas contábeis para manutenção do registro; a outra são as vantagens de permanecer com capital aberto, como o aumento do valor das empresas. É relevante que as empresas analisem detalhadamente a implementação das práticas de governança corporativa adequadas e necessárias à sua capacidade tendo em vista que para isso existem custos.

Com relação aos custos de exigências legais e institucionais, nos Estados Unidos a criação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) em 2002 representou mudanças significativas nas exigências associadas as práticas de GC, como maiores controles internos e responsabilidades aos gestores. A SOX é uma lei que abrange empresas que negociam seus títulos no mercado norte-americano, porém no Brasil, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) também tem adotado premissas similares as que envolvem a SOX, como o conteúdo disposto na Instrução Normativa 480/2009 que instituiu a necessidade de divulgação dos formulários de referências, cujo conteúdo envolve itens como divulgação de riscos, remuneração da gestão, etc.

Por um lado, algumas vezes o que pode ocorrer é que a adesão a segmentos de governança corporativa da B3 inclua maiores custos às empresas, pois elas precisam se adequar às condições necessárias. Segundo Cohen, Dey e Lys (2013) os custos para empresas que seguem as boas práticas de governança corporativa são maiores uma vez que há necessidade de mudanças na empresa para essa adequação.

Por outro lado, a adoção das práticas de governança corporativa pode atrair investidores por gerar mais segurança quanto ao investimento, contribuindo para o aumento do valor das empresas. A adoção da governança corporativa pode estar aumentando o valor das empresas e melhorando seu desempenho econômico-financeiro, uma vez que induz o tomador de decisões a adotar métodos que maximizem o valor da empresa e minimize os conflitos entre as partes (ARAÚJO *et al.*, 2016). Se por um lado a adesão das boas práticas de governança corporativa gera um aumento dos custos para as empresas, do outro, há valorização das ações, pois aumenta a transparência das atividades o que é relevante ao acionista (PELEIAS, RODRIGUEZ; SEGRETI, 2005). Diante das abordagens apresentadas o objetivo do estudo é o de analisar o comportamento dos custos, da rentabilidade e do valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto após a adesão ao segmento de governança corporativa do Novo Mercado.

Os resultados evidenciaram que para as empresas brasileiras que fazem parte do segmento de Novo Mercado, os custos com governança corporativa implícitos tanto pelas exigências do segmento, quanto pela estruturação da empresa têm uma relação positiva com o valor da empresa. Sendo assim, embora haja necessidade de se incorrer em gastos com a estrutura da governança, existe uma correlação positiva com a valorização de mercado. Quanto a perspectiva da relação entre os custos de governança e a rentabilidade, os resultados não se mostram consistentes para as variáveis selecionadas. Embora tenha sido evidenciado significância estatística para rentabilidade do patrimônio líquido e retorno sobre os ativos, a relação é marginal.

O estudo trouxe contribuições ao meio acadêmico e ao meio corporativo. Ao meio acadêmico acrescenta debate sobre a relação custo benefício entre os gastos decorrentes da

estrutura de governança corporativa, sendo que os resultados evidenciam a tendência de que os gastos reflitam de forma positiva no valor de mercado. Para o meio corporativo serve como instrumento de análise e trade-off da gestão ao decidir por aumentar ou não os investimentos na estrutura de governança.

2. Referencial Teórico

2.1 Assimetria da Informação

A informação assimétrica aparece quando há diferenças na informação entre compradores e vendedores acerca dos bens comercializados (FERNANDES *et al.*, 2007). A informação assimétrica seria a diferença de informação existente na relação contratual entre o agente e o principal em função de uma das partes possuir mais informação do que a outra, ou seja, há informação oculta” (FERNANDES *et al.*, 2007). A assimetria da informação pode ser caracterizada como circunstância em que uma das partes da negociação não possui informação necessária para ponderar a proposta que está sendo feita (NASCIMENTO; REGINATO, 2008).

Os acionistas e possíveis investidores não possuem as mesmas informações que os gestores da empresa e utilizam a Contabilidade para obter informações, pois ela apresenta relatórios financeiros da entidade, podendo ser considerada ferramenta útil para a redução da assimetria informacional (BEZERRA *et al.*, 2012). Um exemplo da função contábil como redutora da assimetria da informação é a publicação de demonstrações auditadas, uma vez que estas não seriam necessárias se investidores, acionistas e gestores tivessem acesso às mesmas informações e com o mesmo grau de aprofundamento (LOPES; MARTINS, 2005).

Mesmo os contratos instituídos muitas vezes não podem impedir a assimetria da informação se os acionistas não puderem observar o comportamento gerencial diretamente, mas a propriedade por parte do gerente pode ser usada para induzir os gerentes a agir de uma maneira que seja consistente com o interesse dos acionistas (BHAGAT; BOLTON, 2008).

As questões ligadas à transparência das ações da gestão, conformidade das práticas contábeis, assimetria da informação e interesses dos usuários externos podem ser citados como principais temas dos estudos relacionados à governança corporativa e às boas práticas de governança (NASCIMENTO; REGINATO, 2008). As práticas de governança corporativa podem ser um meio para diminuição da assimetria informacional. As empresas que aderem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3, possuem menor assimetria de informação entre empresa e investidor, já que estas empresas necessitam divulgar mais informações (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2007).

2.2 O Surgimento da Governança Corporativa

A separação entre a propriedade e a administração, os conflitos de agência, a evolução do capitalismo, o crescimento das corporações e do seu poder no mundo corporativo foram marcantes para o surgimento da governança corporativa (CATAPAN; CHEROBIM, 2010). O crescimento e a grande importância do estudo da governança corporativa, fez surgir, primeiramente nos países com mercado de capitais mais desenvolvidos, os “Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa”, tendo o primeiro desses códigos surgido no Reino Unido em 1992 com iniciativa da Bolsa de Valores de Londres (GARCIA, 2005).

A governança corporativa teve seu papel intensificado no mundo em decorrência a uma série de escândalos corporativos ocorridos especialmente no início dos anos 2000 (COHEN, DEY, LYS, 2013; BACH, KUDLAWICZ, SILVA, 2015; BORTOLON, SILVA JR., 2015). Para mitigar a ocorrência de fraudes envolvendo a contabilidade o Congresso dos Estados Unidos promulgou a Lei Sarbanes Oxley (SOX). Essa Lei visou regulamentar a governança das empresas, aumentando o papel dos conselhos independentes, expandindo a responsabilidade dos gestores e obrigando as companhias a avaliar e divulgar a adequação de seus controles internos (COHEN, DEY, LYS, 2013; ZALATA, ROBERTS, 2016).

O primeiro marco de governança corporativa no Brasil foi no ano de 1999 quando o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) altera sua nomenclatura para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e lança o Código das Melhores Práticas de governança corporativa que foi considerado o primeiro código brasileiro. Em 2000, ocorre o lançamento dos diferentes segmentos de governança corporativa pela B3, com o objetivo de listar empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa (CATAPAN; CHEROBIM, 2010).

No ano de 2001, a antiga Bovespa criou o Índice de Governança Corporativa (IGC) com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. A CVM editou em 2002 um documento a respeito da governança intitulada de Recomendações da CVM sobre governança corporativa, com foco em empresas de capital aberto (CATAPAN; CHEROBIM, 2010).

2.3 Os Custos de Governança Corporativa

A adesão de boas práticas de governança corporativa pode acarretar em maiores custos às empresas. Miller e Frankenthaler (2003 *apud* Bortolon e Silva Junior, 2015) afirmam que, geralmente, a adoção de mecanismos de governança corporativa adiciona custos à companhia. Se por um lado as boas práticas de governança corporativa resultam em melhor captação de recursos no mercado de capitais e aumento da transparência das atividades da companhia, por outro, as práticas estão atreladas com pesados custos (COSTA, 2008, PELEIAS, RODRIGUEZ; SEGRETI, 2005).

Existem altos custos para manter uma empresa com capital aberto e para implementação e manutenção da governança corporativa, como custo de registro, anuidades da bolsa, criação de uma diretoria de relacionamento com investidores, serviços de auditoria, remuneração de conselheiros, entre outros (HIMMELBERG, 2003 *apud* COSTA, 2008). Governança corporativa refere-se ao conjunto de mecanismos que influenciam as decisões tomadas pelos gerentes quando há uma separação de propriedade e controle. Alguns desses mecanismos de monitoramento são o conselho de administração, acionistas institucionais, e operação do mercado de controle corporativo (LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007).

O pagamento de taxas junto à CVM e Bolsa de Valores, a contratação de auditores independentes, advogados e instituições financeiras, e custos de publicação, são alguns dos custos gerados para uma companhia abrir seu capital e manter suas ações listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 (PELEIAS, RODRIGUEZ; SEGRETI, 2005).

Além dos “custos explícitos” citados, a implementação das boas práticas de governança corporativa implica em “custos implícitos”, como compartilhamento de poder com acionistas minoritários, tratamento diferenciado para o tag along, representatividade no conselho de

administração e fiscal, profissionalização da gestão, adesão à Câmara de Arbitragem para a solução de pendências, entre outros (PELEIAS, RODRIGUEZ; SEGRETI, 2005).

Esses pontos necessitam ser analisados pelas empresas, de forma que a implantação das práticas de governança corporativa possa compensar em aspectos de custo benefício os gastos incorridos. Algumas das formas de se inferir em benefícios decorrentes dos gastos são: maior rentabilidade e/ou valorização de mercado.

2.3 Os Efeitos da Governança Corporativa na Rentabilidade e Valor de Mercado

A expectativa de que o retorno obtido com a implementação das boas práticas de governança corporativa seja maior do que os custos gerados é um dos fatores que ocasionam sua adoção (ARAGÃO *et al.* 2010). Empresas que aderem segmento de governança corporativa podem obter maior rentabilidade. O estudo de Tavares Filho (2006) evidenciou que a adesão a segmentos de governança corporativa da B3 fez com que a rentabilidade média do patrimônio líquido das empresas estudadas aumentasse em relação ao período anterior à adesão (TAVARES FILHO, 2006).

A adesão das boas práticas de governança corporativa pode estar relacionada com a elevação do valor de mercado, pois o aumento do valor da empresa é um dos objetivos da governança corporativa (ARAGÃO *et al.*, 2010). Neste sentido Silveira (2004) afirma que as empresas que aderem às melhores práticas de governança corporativa possuem maior valor de mercado.

Estudos como o de Carvalho (2003) e Bittencourt *et al.* (2009) revelam que as empresas adeptas de nível de governança corporativa apresentaram aumento do seu valor de mercado após adesão aos segmentos de governança. As empresas podem melhorar suas práticas de governança e assim atrair novos investidores e aumentar seu valor de mercado, ou a empresa pode ter um aumento do seu valor de mercado devido ao ingresso de novos investidores e esse processo pode provocar a melhoria das práticas de governança corporativa (PEIXOTO, 2012).

3. Metodologia

3.1 Escolhas Metodológicas

A metodologia pode ser caracterizada como a explicação das etapas desenvolvidas durante o trabalho de pesquisa. O estudo foi realizado com base na pesquisa documental que é aquela que possui documentos (primários e/ou secundários) como fonte de dados, sendo pesquisa frequentemente utilizada em contabilidade quando se deseja realizar análise comportamental de determinado setor da economia (LAKATOS, MARCONI, 2010; BEUREN, 2010; SILVA, 2010). A pesquisa se caracteriza como quantitativa, pois preocupa-se em medir quantidade, frequência e intensidade, bem como analisar as relações causais entre as variáveis (TERENCE; FILHO, 2006) e descritiva objetivando descrever as características de um fenômeno ou população por meio de relações entre as variáveis (SILVA, 2010).

3.2 Coleta, Preparação e Análise dos Dados

A população do inicial do estudo foram as companhias de capital aberto listadas na B3 e que fazem parte do segmento de Novo Mercado de GC, totalizando 135 (cento e trinta e cinco)

empresas. Contudo, a amostra final é formada por 128 (cento e vinte e oito) empresas, pois foram excluídas da amostra 7 (sete) financeiras ou seguradoras em razão das normas e regulação específica que envolvem esses segmentos de atividades.

Foram consideradas apenas as empresas listadas no segmento de Novo Mercado pelo fato da representatividade de empresas listadas ser maior em comparação com os demais segmentos e por ser um segmento com exigências que convergem aos interesses da pesquisa.

Para a coleta dos dados relacionados aos custos de governança corporativa determinados no estudo foram utilizados Formulário de Referência, ocasião em que se coletou os valores especificamente do grupo 13 – Remuneração do Administradores, sendo os itens 13.2 – Remuneração total por órgão que demonstra a remuneração total do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal de cada empresa, ano a ano, durante o período de 2010 a 2016.

Outros dados foram coletados com o auxílio da base de dados Economática®, sendo eles: valor de mercado das empresas, índice Market-to-book, rentabilidade do patrimônio líquido (RPL), retorno sobre o ativo (ROA), endividamento, participação do capital de terceiros, dados para o cálculo do gerenciamento de resultados (GR), o resultado do período (lucro ou prejuízo), passivo circulante, passivo não circulante, patrimônio líquido, e o risco de mercado, todos esses, ano a ano. Os dados coletados foram organizados em planilhas eletrônicas e depois exportados para o Software Stata®, em que a estatística descritiva, a matriz de correlação e as regressões foram geradas para um total de 652 observações.

3.3 Modelos de Regressão Utilizados

Os modelos empíricos utilizados para medir se as empresas que aderem ao segmento de Novo Mercado de governança corporativa sofrem alteração de seu valor de mercado, nos seus custos e na sua rentabilidade são:

$$\text{Valor de Mercado}_{it} = \beta_0_{it} + \beta_1 \text{ Custos de GC}_{it} + \beta_2 \text{ Rentabilidade}_{it} + \beta_3 \text{ Controles}_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Nesse caso, a variável dependente é o valor de mercado das empresas que foi medida pelo logaritmo do valor de mercado coletado no banco de dados Economática. As variáveis independentes são os Custos de governança corporativa que abrange a remuneração dos órgãos de governança das empresas e Rentabilidade que abrange os índices de Rentabilidade do Patrimônio Líquido e Retorno sobre o Ativo. Os controles são detalhados na subseção 3.4.

$$\text{Rentabilidade}_{it} = \beta_0_{it} + \beta_1 \text{ Custos de GC}_{it} + \beta_2 \text{ Valor de Mercado}_{it} + \beta_3 \text{ Controles}_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

Nesse segundo modelo, a variável dependente é a rentabilidade que foi medida em um primeiro momento pelo índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido e em um segundo momento pelo índice de Retorno sobre o Ativo. As variáveis independentes são os Custos de governança corporativa e o Valor de Mercado.

$$\text{Custos de GC}_{it} = \beta_0_{it} + \beta_1 \text{ Rentabilidade}_{it} + \beta_2 \text{ Valor de Mercado}_{it} + \beta_3 \text{ Controles}_{it} + \varepsilon$$

(3)

Nesse terceiro modelo, a variável dependente são os custos de GC, que abrange os valores referentes à remuneração do Conselho de Administração, da Diretoria Estatutária e do Conselho Fiscal das empresas, e foi medido através do logaritmo dos custos totais de governança. As variáveis independentes são a Rentabilidade e o Valor de Mercado.

3.4 Variáveis de Controle

Foram mapeadas variáveis de controle conforme outros estudos já tenham evidenciado relação com as variáveis dependentes em estudo, além de outras variáveis que possam ser relevantes à pesquisa.

Quadro 1: Variáveis de Controle

Variável de Controle	Justificativa do Uso	Definição da Medida/Referência
<i>Market-to-Book</i> (MTB)	As empresas em processo de expansão podem ter comportamento distinto quanto ao valor de mercado, rentabilidade e maior impacto dos custos de governança	Valor de Mercado/Valor Contábil do PL (Sousa, 2014)
Gerenciamento de Resultados (GR)	Empresas que praticam o gerenciamento de resultados tendem a ter menos investidores	Modelo de Jones 1991
Resultado do Exercício (LUC/PREJ)	Empresas que tiveram prejuízos têm tendência a não atração de investidores	Dummy para Lucros e Prejuízos
Risco de Mercado (RISCO)	Quanto maior o risco de mercado menor a atratividade da empresa	Valor Risco na Económica (Duarte Jr., 2001); (Goulart e Carvalho, 2004)
Estrutura da Dívida (EST.DÍV)	Quanto maior as dívidas de curto prazo maior risco para a empresa	Passivo Circulante/Capital de Terceiros (Diniz, Martins e Miranda, 2016)
Estrutura de Capital (EST.CAP)	A participação do capital de terceiros pode promover alterações especialmente na rentabilidade e no valor de mercado das companhias	Capital de Terceiros / Patrimônio Líquido (Diniz, Martins e Miranda, 2016)

Fonte: Elaborado pelas autoras

Em seguida serão apresentados os resultados alcançados nesse trabalho, com apresentação de tabelas e suas devidas análises.

4. Resultados

Os resultados foram analisados de forma a considerar a relação existente entre o valor de mercado, os custos de governança e a rentabilidade das empresas que fazem parte do segmento de Novo Mercado de Governança Corporativa.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variáveis	N	Média	S.D.	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Máximo
VM	652	14.57	1.54	9.23	13.57	14.69	15.55	17.99
MTB	652	2.23	2.62	-6.60	0.80	1.40	2.70	19.30
RPL	652	6.97	45.04	-320.90	-1.05	9.00	20.30	668.40
GR	652	0.01	0.26	-0.82	-0.07	0.00	0.08	2.43
ROA	652	0.02	0.13	-1.24	-0.00	0.03	0.07	0.49
RISCO	652	40.57	18.94	20.24	29.73	35.53	45.36	239.50
EST.DIV	652	45.56	21.04	5.14	29.91	43.24	59.21	98.97
EST.CAP	652	2.12	7.14	-35.37	0.84	1.28	2.15	165.99

CUSTOS GC 6,52 16,13 1,05 8,55 15,62 16,16 16,76 18,25

A tabela contém a estatística descritiva das variáveis. VM representa o valor de mercado; MTB é o índice Market-to-Book; RPL é o retorno sobre o patrimônio líquido; GR é o gerenciamento de resultados; ROA é o retorno sobre os ativos; RISCO é o risco de mercado; EST.DIV é a composição do endividamento; EST.CAP é a participação do capital de terceiros; e CUSTOS GC são os custos de governança. O critério de cálculo e de cada variável é explicado nos procedimentos metodológicos do estudo.

Fonte: Elaborado pelas autoras com auxílio do STATA®

A estatística descritiva mostra que dentre as empresas que compõe o estudo em geral o tamanho da empresa, que pode ser medido pelo valor de mercado é diversificado saindo de um mínimo de 9,23 para o máximo de 17,99, ou seja, praticamente o dobro do tamanho da menor empresas para a maior em estudo. A rentabilidade do patrimônio líquido evidencia que há empresas que acumulam patrimônio líquido negativo no período em análise (-320,90) e que em média o retorno sobre o valor investido pelos acionistas é de 7%.

Em média a dívida das empresas é mais concentrada ao longo prazo (EST.DIV 45,56%). Contudo existem companhias com dívidas em torno de 99% concentradas em curto prazo. Quanto a estrutura de capital observa-se que em média as empresas costumam necessitar de capital de terceiros em proporção maior do que de capital próprio (2,12). Para este indicador é possível observar também companhias com uma dependência alta de capital de terceiros (165, 98). Em relação aos custos de governança, similar ao valor de mercado, há uma variabilidade relativamente grande entre as empresas em estudo. Enquanto algumas detêm um indicador de 8,55, outras um indicador de 18,25, ou seja, mais do que o dobro.

Tabela 2 – Matriz de Correlação

	VM	MTB	RPL	GR	ROA	RISCO	EST.DIV	EST.CAP	CUSTOS GC
VM	1.00								
MTB	0.47	1.00							
RPL	0.37	0.47	1.00						
GR	0.24	0.06	0.16	1.00					
ROA	0.43	0.40	0.62	0.19	1.00				
RISCO	-0.54	-0.28	-0.45	-0.12	-0.48	1.00			
EST.DIV	-0.29	0.10	-0.02	-0.21	0.01	0.18	1.00		
EST.CAP	-0.13	0.10	-0.02	-0.01	-0.03	0.19	-0.01	1.00	
CUSTOS GC	0.52	0.23	0.14	0.11	0.08	-0.15	-0.22	-0.01	1.00

^a VM é o logaritmo do valor de mercado das empresas, MTB é o market-to-book, RPL a rentabilidade do patrimônio líquido, GR é o gerenciamento de resultados modelo de Jones 1991, ROA o retorno sobre o ativo, RISCO é o risco de mercado, EST.DIV é a composição do endividamento, EST.CAP é a participação de capital de terceiros, CUSTOS GC é o logaritmo dos custos de remuneração dos órgãos, sendo estes o Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal. ^b As correlações em negrito são significativas, sendo significativas no estudo as correlações acima de 90% de confiabilidade.

Fonte: Elaborado pelas autoras com auxílio do STATA

Para evitar problemas com variáveis correlacionadas omitidas, bem como observar se existiam variáveis altamente correlacionadas que não deveriam ser incluídas no mesmo modelo (multicolinearidade), a matriz de correlação apresentada na Tabela 2 foi gerada. Conforme é possível observar, a maior correlação é evidenciada entre as variáveis de retorno, do ativo e do patrimônio líquido (0,62). Contudo essa correlação não deve ser um problema pois estão abaixo de 0,80.

A seguir os resultados dos modelos desenvolvidos são apresentados.

Tabela 3 – Modelo Empírico: Valor de Mercado

Variável Dependente ^a	[a] VM		
Variável Independente ^b e Controles ^c	Coef.	t-stat ^d	p-valor
CUSTOS GC	0.51	13.12	***
RPL	-0.01	-2.92	***
ROA	1.77	2.87	***
MTB	0.17	9.87	***
GR	0.55	3.63	***
LUC/PREJ	0.38	3.43	***
RISCO	-0.02	-9.21	***
EST.DIV	-0.01	-6.19	***
EST.CAP	-0.02	-3.72	***
Constante	7.27	11.26	***
Nº de Obs.		652	
R ²		0.6189	

Esta tabela contém os coeficientes estimados para o método dos mínimos quadrados, no modelo 1, são: ^a [a] VM o valor de mercado das empresas que é a variável dependente. ^b CUSTOS GC os custos de remuneração dos órgãos, sendo estes o Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal, RPL a rentabilidade do patrimônio líquido, ROA o retorno sobre o ativo. ^c Constituem os controles do estudo, sendo MTB é market-to-book, GR é o gerenciamento de resultados modelo de Jones 1991, LUC/PREJ é o resultado que a empresa obteve, RISCO é o risco de mercado, EST.DIV é a composição do endividamento, EST.CAP é a participação de capital de terceiros. ^d t-stat representa se a variável, seja ela a independente ou as de controle, são significativas, sendo que *** indica estatisticamente significativo a 1%.

Fonte: Elaborado pelas autoras com auxílio do STATA

Na Tabela 3, é possível verificar que os Custos de Governança, a Rentabilidade do PL e o ROA possuem significância, ou seja, interferem no Valor de Mercado das empresas. De forma que, em relação aos custos, o coeficiente positivo indica que quanto mais a empresa investe em Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal, maior tende a ser o valor de mercado. Entende-se com isso que o mercado possa ter maior confiabilidade, pois a administração dessas empresas pode estar sendo associada a gestão mais experiente. Observa-se que Bortolon e Silva Junior (2015) indicam que a governança corporativa pode melhorar o valor de mercado de uma empresa. No caso das empresas brasileiras do Novo Mercado as evidências apontam para um comportamento distinto do apontado por Cohen, Dey e Lys (2013) de que os custos de governança seriam algo com potencial prejuízo embutido na estrutura de Governança quando se trata do valor de mercado.

O retorno sobre o ativo também apresenta coeficiente positivo, sendo assim, quanto maior for o retorno que a empresa tiver sobre o investimento feito em ativos, isso pode influenciar positivamente o seu valor de mercado. Já o Retorno sobre o PL apresenta coeficiente negativo, demonstrando que quanto maior for o prejuízo que a empresa tiver, consequentemente menor seria o seu valor de mercado.

Observa-se que para Valor de Mercado, o market-to-book, o gerenciamento de resultados, o lucro ou prejuízo, o risco de mercado, a estrutura da dívida e a estrutura de capital foram significativos, sendo que market-to-book, gerenciamento de resultados e lucro ou prejuízo tiveram coeficientes positivos enquanto risco de mercado, estrutura da dívida e estrutura de

capital tiveram coeficientes negativos. Isso significa que empresas que estão crescendo, que possuem o índice de market-to-book maior, que estejam auferindo lucros, costumam ter uma valorização de mercado. Também há relação entre o gerenciamento de resultados e o valor de mercado das empresas.

O coeficiente positivo indica que algumas empresas poderiam estar gerenciando resultados com objetivo de melhorar o resultado, porém, os usuários da informação podem não estar detectando esta prática, pois o esperado seria que então o valor de mercado diminuísse. Além disso, observa-se que se os riscos de empresa forem muito elevados, se a dívida de curto prazo for muito alta e se a empresa utiliza muito capital de terceiros isso pode afetar negativamente seu valor de mercado.

Tabela 4 – Modelo Empírico: Rentabilidade do PL

Variável Dependente ^a	[b] RPL			[c] ROA		
	Coef.	t-stat ^d	p-valor	Coef.	t-stat ^d	p-valor
VM	-2.52	-1.76	*	0.01	2.83	***
CUSTOS GC	0.79	0.50		-0.01	-3.42	***
MTB	5.87	9.27	***	0.01	5.22	***
GR	16.91	3.08	***	0.06	4.25	***
LUC/PREJ	30.57	8.41	***	0.11	11.17	***
RISCO	-0.63	-6.69	***	-0.01	-5.99	***
EST.DIV	0.05	0.69		0.01	3.61	***
EST.CAP	0.15	0.75		0.01	2.08	**
Constante	26.27	1.02		0.02	0.34	
Nº de Obs.		652			652	
R ²		0.4071			0.4557	

Esta tabela contém os coeficientes estimados para o método dos mínimos quadrados, no modelo, são: ^a [b] RPL a rentabilidade do patrimônio líquido e [c] ROA a retorno sobre os ativos, que são as variáveis dependentes. ^b VM o valor de mercado das empresas, CUSTOS GC os custos de remuneração dos órgãos, sendo estes o Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal. ^c Constituem os controles do estudo, sendo MTB é market-to-book, GR é o gerenciamento de resultados modelo de Jones 1991, LUC/PREJ é o resultado que a empresa obteve, RISCO é o risco de mercado, EST.DIV é a composição do endividamento, EST.CAP é a participação de capital de terceiros. ^d t-stat representa se a variável, seja ela a independente ou as de controle, são significativas, sendo que *** e ** indica estatisticamente significativo com 1% e 5%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelas autoras com auxílio do STATA

Foram rodados dois modelos para rentabilidade, o modelo [b] contém os resultados para a variável dependente rentabilidade sobre o patrimônio líquido (RPL). Enquanto os modelos [c] contém os resultados para a variável dependente retorno sobre os ativos (ROA).

Quando utilizado o índice de rentabilidade do PL como variável dependente, Tabela 4, os resultados evidenciam que, embora haja significância estatística entre o valor de mercado e a RPL, essa significância foi marginal, indicando que o valor de mercado da empresa está negativamente relacionado com valor de mercado.

O market-to-book, o gerenciamento de resultados, os lucros ou prejuízos e o risco da empresa, são fatores que tiveram significância em relação à rentabilidade do PL. Sendo que o coeficiente positivo mostra que o market-to-book, o gerenciamento de resultados e os lucros da empresa afetam de forma positiva a rentabilidade do patrimônio líquido das empresas. Sendo

assim, pode-se concluir que a afirmação de Tavares Filho (2006) de que a rentabilidade do PL aumenta para as empresas que aderem ao Novo Mercado é consistente com os achados desta pesquisa. Já o risco teve significância com coeficiente negativo, o que indica que quanto menor for a rentabilidade do PL, maior será o risco de mercado da empresa.

Os custos com Governança Corporativa, a estrutura da dívida e a estrutura de capital não tiveram significância para o modelo em que a rentabilidade do patrimônio líquido foi assumida como variável dependente.

Ao utilizar o retorno sobre o ativo como a variável dependente, os resultados se mostram mais consistentes e todas as variáveis, tanto independentes, quanto de controle apresentam significância. O valor de mercado, o market-to-book, o gerenciamento de resultados, o resultado da empresa, a estrutura da dívida e a estrutura de capital tiveram coeficientes positivo e significativamente correlacionados com o retorno sobre os ativos. Enquanto que os custos de governança e o risco de mercado tiveram coeficientes negativo e significativamente correlacionados.

Tabela 5 – Modelo Empírico: Custos Totais

Variável Dependente ^a	[d] CUSTOS TOTAIS			
	Variável Independente ^b e Controles ^c	Coef.	t-stat ^d	
VM		0.42	13.12	***
RPL		0.01	1.92	*
ROA		-1.05	-1.86	*
MTB		0.01	0.73	
GR		0.03	0.18	
LUC/PREJ		0.04	0.36	
RISCO		0.01	2.98	***
EST.DIV		0.00	-1.47	
EST.CAP		0.01	1.27	
Constante		9.45	18.03	***
Nº de Obs.			652	
R ²			0.3179	

Esta tabela contém os coeficientes estimados para o método dos mínimos quadrados, no modelo 4, são: ^a [d] CUSTOS GC os custos de remuneração dos órgãos, sendo estes o Conselho de Administração, Diretoria Estatutária e Conselho Fiscal que é a variável dependente. ^b VM o valor de mercado das empresas, RPL a rentabilidade do patrimônio líquido, ROA o retorno sobre o ativo. ^c Constituem os controles do estudo, sendo MTB é market-to-book, GR é o gerenciamento de resultados modelo de Jones 1991, LUC/PREJ é o resultado que a empresa obteve, RISCO é o risco de mercado, EST.DIV é a composição do endividamento, EST.CAP é a participação de capital de terceiros. ^d t-stat representa se a variável, seja ela a independente ou as de controle, são significativas, sendo que ***, ** e * indica estatisticamente significativo com 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelas autoras com auxílio do STATA

Por fim na Tabela 5 são apresentados os resultados do modelo em que a variável dependente são os custos com governança corporativa. Neste modelo apenas valor de mercado, rentabilidade do PL, retorno sobre o ativo e risco de mercado apresentam significância.

A relação entre o valor de mercado e os custos de governança é positiva o que permite fazer inferências de que, mesmo se os custos para manter a estrutura de governança corporativa aumentar, as evidências apontam que o valor de mercado tende a aumentar também. Com base nestes achados, entende-se que a preocupação constante no estudo de Cohen, Dey e Lys (2013) de

que o aumento dos custos de governança possam indicar problemas para que as empresas consigam usufruir benefícios superiores aos custos gerados, ao menos para as empresas do Novo Mercado envolvidas neste estudo, a relação parece ainda ser subsidiada por um valor de mercado crescente ao passo que a empresa invista mais recursos em sua estrutura de governança, como abordado por Bortolon e Silva Júnior (2015).

Os coeficientes positivo da rentabilidade do patrimônio líquido e negativo para a rentabilidade de ativo, embora significantes, são marginais, o que não permitem muitas inferências sobre esses resultados. Enquanto o risco de mercado é positivamente e significativamente associado com os custos de governança, evidenciando que quando a empresa possui muitos custos a tendência é de que isso aumente o seu risco de mercado.

5. Considerações Finais

A crescente ampliação do mercado de capitais e a busca dos investidores por empresas mais confiáveis e transparentes, pode instigar as empresas a se preocuparem mais com adoção de melhores práticas. Sendo assim, empresas brasileiras de capital aberto podem buscar aderir a segmentos de Governança Corporativa da B3 como forma de demonstrar essa maior transparência e confiabilidade aos usuários das informações e talvez atrair ou manter o interesse de investidores.

Dentre os segmentos instituídos pela B3, o estudo trouxe como abordagem as empresas com adesão ao segmento do Novo Mercado. Após análise dos resultados obtidos, pode-se concluir que às empresas brasileiras de capital aberto que fazem parte do segmento de Novo Mercado, os custos com governança corporativa implícitos tanto pelas exigências do segmento, quanto pela estruturação da própria empresa têm uma relação positiva com o valor da empresa. Sendo assim, as evidências permitem fazer inferências de que, embora os gastos com a estrutura de governança que a empresa necessite incorrer, existe uma correlação positiva com a valorização de mercado.

Quanto a perspectiva da relação entre os custos de governança e a rentabilidade, os resultados não se mostram consistentes para as variáveis selecionadas. Embora tenha sido evidenciado significância estatística para rentabilidade do patrimônio líquido e retorno sobre os ativos, a relação é marginal. Outros estudos podem identificar novas *proxies* que consigam capturar melhor os efeitos dos custos de governança na rentabilidade das empresas.

O estudo contribui ao meio acadêmico e ao meio corporativo. Ao meio acadêmico por trazer o debate sobre a relação custo benefício entre os gastos decorrentes da estrutura de governança corporativa e o possível retorno decorrente, seja por maior rentabilidade, seja por valorização de mercado, sendo que os resultados evidenciam a tendência de que os gastos reflitam de forma positiva no valor de mercado. Para o meio corporativo serve como instrumento de análise e trade-off da gestão ao decidir por aumentar ou não os investimentos na estrutura de governança.

Para pesquisas futuras sugere-se que possam ser envolvidos outros custos de governança à *proxy* e que se estenda os achados para todas as companhias brasileiras de capital aberto com práticas de governança corporativa. Esse estudo possui limitação e por isso seus resultados devem ser interpretados com cautela, dentre as limitações destaca-se a utilização de um grupo relativamente pequeno de empresas e a impossibilidade na ocasião da realização do estudo de se englobar outros custos de governança à variável.

Referências

- ALENCAR, Alexandra; ASSIS, Charles Washington Costa de; NUNES, Rosângela Venâncio; RIBEIRO, Francisco Rotherio Pontes. **Boas práticas de gestão: vantagens da governança corporativa no setor agrícola**. XII Congresso Nacional de Excelência em Gestão & III Inovarse – Responsabilidade Social Aplicada. 29 e 30 de setembro de 2016.
- ARAGÃO, Lindenberg Araújo; OLIVEIRA, Marcelle Colares; OLIVEIRA, Oderlene Vieira de; PONTE, Vera Maria Rodrigues; SENA, Augusto Marcos Carvalho de. **Fatores Motivacionais da Adoção de Melhores Práticas de Governança Corporativa: a visão dos Diretores de Relações com Investidores**. XXXIV Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro. 2010.
- ARAÚJO, Risolene Alves de Macena; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes; MEDEIROS, David Nunes de; SANTOS, Livia Maria da Silva. **Níveis diferenciados de governança corporativa: impacto no valor de mercado e desempenho econômico-financeiro das empresas**. 2016. 2º Congresso UnB de Contabilidade e Governança.
- BACH, T. M.; KUDLAWICZ, C., SILVA, E. D. Influência da Estrutura de Governança Corporativa na Eficiência Financeira: Evidências de empresas brasileiras de capital aberto. **RIAE – Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v.14, n. 4, p. 41-62, 2015.
- BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3ª ed. 5 reimp. São Paulo: Atlas, 2010.
- BEZERRA, Francisco Antônio; NASCIMENTO, Sabrina do; PEREIRA, Alexandre Matos; ROCHA, Irani. Análise da Produção Científica sobre Teoria da Agência e Assimetria da Informação. **REGGE**, São Paulo – SP, Brasil, v. 19, n. 2. 2012.
- BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p. 257-273, 2008.
- BITTENCOURT, Jairo Alano; BOURAHLI, Abdelkader; FERREIRA, Felipe Augusto de Oliveira; MATSUMOTO, Alberto Shigueru; TABAK, Benjamin Miranda. **Análise do Impacto da Adoção da Governança Corporativa sobre o Valor de Mercado das Empresas**. 2009. VIII Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia. Rio de Janeiro. 2011.
- BORTOLON, Patricia Maria; SILVA JUNIOR, Annor da. Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. **Brazilian Business Review Special Issues**. Vitória-ES, 2015, p. 97 - 124
- BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. 2017. **Segmentos de Listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>.
- CARVALHO, Antonio Gledson de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. 2003. Trabalho preparado para a Bovespa.
- CARVALHO, Fernanda Abreu; OLIVEIRA, Marcelle Colares; RIBEIRO, Maisa de Souza; SAMPAIO, Marcia Suely Alves. **Os efeitos da adoção dos conceitos e das práticas de Governança Corporativa na Transparência das Informações Evidenciadas por Empresas Brasileiras do Setor de Papel e Celulose**. 4º Congresso USP Controladoria e Contabilidade. 2004.

- CATAPAN, Anderson; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Estado da arte da governança corporativa: estudo bibliométrico nos anos de 2000 a 2010. **RACE, Unoesc**, v. 9, n. 1-2, p. 207-230. 2010
- COHEN, Daniel A.; DEY, Aiysha; LYS, Thomas Z. Corporate Governance Reform and Executive Incentives: Implications for Investments and Risk Taking. **Contemporary Accounting Research**, Vol. 30 No. 4 (Winter 2013) pp. 1296–1332.
- COSTA, Gustavo da Silva. **A influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. 2008. 156 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2008.
- DINIZ, Josedilton Alves; MARTINS, Eliseu; MIRANDA, Gilberto José. **Análise Didática das Demonstrações Contábeis**. São Paulo: Atlas, 2016.
- DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. **Risco: Definições, Tipos, Medição e Recomendações para o seu Gerenciamento**, 2001.
- FERNANDES, Luciane Alves; MACHADO, Nilson Perinazzo; SANTOS, Jose Luis dos; SCHMIDT, Paulo. **Teoria da Contabilidade: introdutória, intermediária e avançada**. São Paulo: Atlas, 2007.
- GARCIA, Felix Arthur. **Governança Corporativa**. 2005. Monografia.
- GOULART, André Moura Cintra; Carvalho, L. Nelson. **Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil**.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5ª ed., 2015.
- IQUIAPAZA, Robert Aldo; LAMOUNIER, Wagner Moura; AMARAL, Hudson Fernandes. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos na Bovespa. **Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper**, n. 1673, nov. 2007.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Técnicas de Pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 7ª ed. 3 reimp. São Paulo: Atlas, 2010.
- LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.
- LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.
- NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. Divulgação da Informação Contábil, Governança Corporativa e Controle Organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.
- PEIXOTO, Fernanda Maciel. **Governança Corporativa, Desempenho, Valor e Risco: Estudos das Mudanças em Momentos de Crise**. Tese (Doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, 2012.

- PELEIAS, Ivam Ricardo; RODRIGUEZ, Gregorio Mancebo; SEGRETI, João Bosco. **Custos da Atividade de Governança Corporativa sob o enfoque da Controladoria Moderna**. 2005. IX Congresso Internacional de Custos – Florianópolis – SC.
- SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações**, teses. 3ªed. São Paulo: Atlas, 2010.
- SILVEIRA, Alexandre Di Micelli da. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004.
- SOUSA, Evemilia. Market-to-Book: **Uma Avaliação das Companhias Listadas nos Segmentos Diferenciados da BM&FBOVESPA**. 5º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças & Iniciação Científica em Contabilidade. 2014.
- TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e Valor da Companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa**. 2006.170 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2006.
- TERENCE, Ana Cláudia Fernandes; FILHO, Edmundo Escrivão. **Abordagem quantitativa, qualitativa e a utilização da pesquisa-ação nos estudos organizacionais**. XXVI ENEGEP – Fortaleza, CE. 2006.
- ZALATA, A.; ROBERTS, C. Internal Corporate Governance and Classification Shifting Practices: An Analysis of U.K. Corporate Behavior. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 31, p. 51-78, 2016.