



Determinantes da qualidade da governança corporativa com a inclusão do risco idiossincrático no novo mercado: uma análise discriminante

Resumo: A pesquisa tem como objetivo melhorar a compreensão das estruturas de governança, e desta forma, distinguir os determinantes de governança corporativa (GC) e o risco idiossincrático que possivelmente discriminam empresas do Novo Mercado (NM) da BM&FBovespa. Foram analisadas 48 empresas listadas na BM&FBovespa no ano de 2015. O objetivo da pesquisa é descritivo, com procedimento documental e abordagem do problema de natureza quantitativa. A metodologia consiste na análise discriminante em que o segmento do Novo Mercado é considerado como variável dependente categórica, e os determinantes da qualidade da GC e também o risco idiossincrático são as variáveis independentes. A pesquisa evidencia que o direito de voto (CON) e as expectativas de crescimento (CRESC) discriminam o NM. Entre as duas variáveis, o CON é o mais importante para discriminar o nível de GC, resultado associado ao que alguns autores argumentam sobre o direito de voto (CON) ser uma característica importante para o modelo de governança em empresas brasileiras. Em relação ao CRESC, a qual também discrimina as empresas para o ingresso no Novo Mercado da BM&FBovespa, reforçando a justificativa da literatura sobre essas empresas as quais possuem mais oportunidades futuras de crescimento e por consequência, necessariamente terão maiores necessidades de atingir melhores níveis de GC para a captação de recursos. Apesar de na análise descritiva constatar-se a superioridade do LOPAT, Q de Tobin e o risco idiossincrático para o grupo de empresas do NM, e inferioridade do tamanho neste grupo, essas variáveis não apresentaram diferenças significativas por meio da análise discriminante.

Palavras-chave: Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa; Risco Idiossincrático; Novo Mercado; Análise Discriminante.

Linha Temática: Governança Corporativa



1. Introdução

A governança corporativa (GC) atenta as diferenças de interesses entre os proprietários e os administradores. Essas diferenças de interesses são explicadas pela Teoria da Agência, acabam provocando a expropriação da riqueza dos acionistas pelos altos executivos, e também dos acionistas majoritários que levam vantagens sobre os acionistas minoritários, e ainda enfatiza o interesse de outras partes (clientes, funcionários, comunidade, entre outros), tendo seu alicerce também na Teoria dos *Stakeholders* (Jensen & Meckling, 1976; Freeman, 1994; Toledo & Bocatto, 2007). Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2009) as boas práticas de GC têm o objetivo de converter os princípios organizacionais em recomendações objetivas com o intuito de alinhar os interesses, e consequentemente preservar e aperfeiçoar o valor da organização.

Visto a importância da GC às empresas, estudos têm buscado compreender quais seriam os possíveis determinantes da qualidade da governança corporativa. Alguns dos determinantes citados pelos autores são a estrutura de propriedade, o controle (Perobelli & Barros, 2008), indicadores de desempenho (Correia, Amaral & Louvet, 2011), tamanho da empresa (Okimura, 2003; Ertugrul & Hegde, 2009; Lameira & Ness, 2011; Lameira, 2012; Hussainey & Al-Najjar, 2012), pagamento de dividendos (Bhattacharya, Li & Rhee, 2016), oportunidades de crescimento (Silveira, Perobelli & Barros, 2008; Correia et al., 2011), imobilização do ativo (Himmelberg, Hubbard & Padia, 1999; Klapper & Love, 2004; Machado & Famá, 2011; Lameira & Ness, 2011) e controle da sociedade (Silveira et al., 2008; Lameira, 2012).

Sobre o relacionamento entre o risco idiossincrático (risco específico à ação) e a governança corporativa, pesquisas internacionais como por exemplo Merton (1987) e Chen, Wei e Chen (2003) argumentam que a divulgação de informações, um dos atributos da governança corporativa, tende a atrair mais investidores reduzindo o custo de capital, e por consequência reduz-se também o risco idiossincrático.

Além dos possíveis determinantes da governança corporativa citados e a relação do risco idiossincrático e a governança, as empresas podem ser classificadas de acordo com a GC em distintos segmentos ou níveis. No Brasil, o Novo Mercado da BM&FBovespa, lançado em dezembro de 2000, é considerado o segmento com o maior padrão de governança corporativa (Aguiar, Corrar & Batistella, 2004; Malacrida & Yamamoto, 2006; IBGC, 2015).

A adesão a este segmento garante às organizações maior credibilidade aos seus níveis de transparência e de respeito aos acionistas. Segundo a BM&FBovespa (2016), o Novo Mercado é uma classificação voltada à negociação de ações de empresas que exercem práticas de governança corporativa voluntárias, além das exigidas pela legislação brasileira. A inclusão nesse segmento especial requer um conjunto de regras societárias a serem adotadas pela organização, como também amplia os direitos dos acionistas ao possibilitar uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

Diante das relações estabelecidas, emerge a seguinte questão de pesquisa: **quais os determinantes da qualidade da GC, com a inclusão do risco idiossincrático, melhor discriminam as empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa?** Desta forma, o objetivo deste estudo consiste em verificar os determinantes da qualidade da GC, incluindo o risco idiossincrático ao estudo que melhor discriminam as empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa.

Alocar os determinantes da qualidade da GC, incluindo o risco idiossincrático, que melhor discriminam as empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa é relevante, pois pertencer especialmente a este segmento representa que a organização dispõe de uma melhor qualidade de GC, com maior transparência na gestão e respeito aos acionistas. Isso traz benefícios como a redução de custos de capital e o aumento de valor das organizações,



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

elevando o nível de confiança dos acionistas (Malacrida & Yamamoto, 2006; Toledo & Bocatto, 2007). Desta forma, o entendimento de quais são os determinantes que possibilitam as empresas adentrarem o segmento Novo Mercado pode ser um direcionador dos procedimentos a serem implantados e também os aperfeiçoamentos da GC para as companhias que intencionam fazer parte deste segmento.

Entre os estudos brasileiros em geral, são estabelecidas relações entre determinantes da qualidade da governança corporativa e o risco idiossincrático, como por exemplo, as pesquisas de Silveira et al (2008), Correia et al. (2011), Lameira e Ness (2011) e Lameira (2012). Normalmente também esses autores verificam as influências destes determinantes e o risco idiossincrático no índice de governança, a qual é verificada a partir de um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas, conforme proposta de Silveira (2004). Entretanto deve-se considerar que também há uma lacuna de pesquisa, pois há escassez de pesquisas agregando simultaneamente os segmentos da BM&FBovespa e os determinantes da qualidade da GC.

Pesquisas internacionais mais frequentes verificaram a relação entre o risco específico e a estrutura de propriedade, como também o risco idiossincrático e tamanho. Portanto, também são escassas as pesquisas que investigaram associação entre o risco específico e a governança corporativa nos segmentos da BM&FBovespa (Vozlyublennaya, 2011; Rahman, Sadique & Chowdhury, 2012).

2. Referencial Teórico

Este capítulo inicia com revisões literárias sobre os Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa, após a Governança Corporativa e o Risco Idiossincrático. Para finalizar, trata também a respeito da Governança Corporativa no Brasil e o Novo Mercado.

2.1 Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa

Um dos determinantes da qualidade de GC brasileiro é a forte concentração das ações com direito a voto, o que pode apresentar desvantagens como a redução da independência dos conselhos, pois os acionistas controladores muitas vezes podem fazer indicações e influenciar executivos a contribuírem exclusivamente com seus interesses (Silveira, 2004). Silveira (2004) verificou que empresas com qualidade inferior de GC são as que concentram o maior poder do acionista controlador em termos de direito de voto e excesso de direito de voto em posse do controlador. Em estudo de Punsuvo, Barros e Kayo (2007) verificaram que quanto maior é o direito de controle, menor é a qualidade da governança corporativa. Estudos internacionais como Ben-Amar e Boujenoui (2006) verificaram uma associação negativa entre a concentração de propriedade e qualidade da divulgação.

A concentração do direito de controle pode reduzir o grau de governança corporativa (Silveira et al., 2008). Contudo, o contrário também é válido, pois a maior concentração do direito de controle também pode permitir que sejam adotadas melhores práticas de GC; essa situação pode ocorrer no momento em que grandes acionistas reduzem o problema de monitoramento da administração e mitigam os custos de agência. O excesso de direito ao voto em posse do controlador pode proporcionar redução ou elevação do nível de GC (Okimura, 2003). Além da concentração de propriedade, os estudos indicam que melhores desempenhos estão associados à qualidade de GC superior (Silveira, 2004), ou seja, há uma associação positiva entre a governança e o desempenho (Hussainey & Al-Najjar, 2012). Esta associação deve-se porque os indicadores de desempenho obtidos em demonstrações de resultados ou nos balanços das empresas podem sinalizar se estas necessitam de futuros financiamentos



externos, e por consequência se é necessária a adoção de mais práticas de GC (Silveira et al, 2008).

Desta forma, empresas mais lucrativas possuem mais incentivos à divulgação das informações, pois têm o intuito de sinalizar seu desempenho favorável aos participantes do mercado de ações (Schleicher, Hussainey & Walker, 2007; Hussainey & Al-Najjar, 2012). Além disso, empresas com boa governança tendem a atrair mais investidores, e assim possivelmente aumentam a disponibilidade de crédito e reduzem o custo de capital, e apresentam maior incremento em seus valores de mercado (Toledo & Bocatto, 2007).

A associação positiva estabelecida entre o valor da empresa e a qualidade da GC, por exemplo, é verificada por Lameira, Ness e Macedo-Soares (2007) e o relacionamento entre o Q de Tobin e o índice de GC também é positivo em pesquisa realizada por Correia et al (2011) ao concluírem que a boa governança possui valor para o mercado. Além disso, a variável lucro operacional próprio sobre ativo (LOPAT) foi utilizada como variável de desempenho em pesquisas como de Punsuvo et al (2007) e Silveira et al (2008), e verificou-se uma associação positiva com a governança. Ainda, com a utilização do *market-to-book* (MB), Lameira e Ness (2011) e Lameira (2012) concluíram que o desempenho tem relacionamento positivo com a qualidade da GC.

Em estudos anteriores, também foram estabelecidas associações positivas entre tamanho da empresa e governança corporativa, ou seja, empresas maiores possuem mais recursos para a implementação de boas práticas de GC. Especificamente pela teoria da sinalização, entre a divulgação em geral e o tamanho da empresa há uma relação positiva. Segundo esta teoria, as grandes empresas geralmente atraem mais analistas financeiros como também demandam de mais informações relevantes aos investidores. Além disso, empresas maiores possuem valores de mercado superiores, e com isso reduz-se a probabilidade de que estas sejam detidas por um acionista controlador (Okimura, 2003; Ertugrul & Hegde, 2009; Lameira & Ness, 2011; Lameira, 2012; Hussainey & Al-Najjar, 2012). Outra justificativa da associação positiva é que empresas maiores são mais propensas a terem condições suficientes para pagar pela produção de informações às partes interessadas (Hussainey & Al-Najjar, 2012).

Por exemplo, em estudo internacional Ben-Amar e Boujenoui (2006) verificam que há relação positiva entre o tamanho da empresa e a qualidade da divulgação, da mesma forma que Gul e Leung (2004) verificaram associação positiva entre tamanho da empresa e a divulgação voluntária das informações. Em pesquisa Hussainey e Al-Najjar (2012) verificaram relação positiva entre os índices de governança corporativa e tamanho da empresa. Entre os determinantes da qualidade da GC, tem-se também a razão entre os dividendos pagos por ação e o lucro líquido por ação. La Porta et al. (2000) verificaram que a maior qualidade da governança está relacionada a menores benefícios privados de controle, e aumento do interesse dos controladores, possibilitando maior distribuição do pagamento de dividendos (Silveira et al, 2008). Conforme Bhattacharya et al (2016), quando a empresa apresenta uma governança sólida, mais facilmente impõe-se uma política de pagamento de dividendos. Contudo, estudos internacionais anteriores ainda apresentam divergências sobre a governança corporativa e os dividendos (Farre-Mensa, Michaely & Schmalz, 2015; Bhattacharya et al, 2016).

Em resultado nacional de Punsuvo et al. (2007), verificaram que a razão entre os dividendos pagos por ação e o lucro líquido por ação tem relação com a qualidade da GC em nível de significância de 10%. A pesquisa de Bhattacharya et al (2016) constataram que há uma relação positiva entre a GC e o pagamento de dividendos quando o risco idiossincrático é baixo, e conforme há elevação do risco idiossincrático este relacionamento torna-se mais negativo.



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

O nível mais elevado de GC pode ser influenciado pela taxa percentual de crescimento, porque para a empresa conseguir captar com maior eficiência os recursos é necessário maior qualidade de GC (Silveira et al, 2008; Correia et al, 2011), ou seja, as empresas geralmente buscam reduzir a assimetria existente entre a empresa e os investidores externos para proporcionar oportunidades de crescimento (Ben-Amar & Boujenoui, 2006). Em estudo de Punsuvo et al. (2007) não foi obtida significância estatística com a oportunidade de crescimento. Porém, Correia et al (2011) verificaram que as empresas com maiores oportunidades de crescimento são aquelas mais bem governadas. Em pesquisa internacional de Hossain, Ahmed e Godfrey (2005), verificaram uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e a divulgação de informações prospectivas como mecanismo da governança corporativa.

O percentual de imobilização dos ativos também é um determinante da qualidade da governança corporativa. A explicação para isto é que a monitorização dos investimentos em ativos intangíveis geralmente são mais difíceis. Desta forma, quanto mais intangível for a atividade, os recursos podem ser mais facilmente desviados, e consequentemente empresas que apresentam maiores percentuais de ativos não imobilizados tendem a aumentar o controle, ou seja, elevam a qualidade das práticas de governança corporativa (Himmelberg et al., 1999; Klapper & Love, 2004; Machado & Famá, 2011; Lameira & Ness, 2011).

Em relação as pesquisas, Punsuvo et al. (2007) não constatou que o percentual de imobilização dos ativos é significativo para a qualidade da governança corporativa. Contudo, em estudo realizado por Lameira e Ness (2011), os autores verificaram que empresas com maiores percentuais de ativos não imobilizados tendem a apresentar qualidade da governança corporativa.

Por meio de estudos, sabe-se da importância da independência dos conselheiros para a qualidade da GC, visto que auxiliam na monitorização da administração e melhora da qualidade dos relatórios (Hussainey & Al-Najjar, 2012). Inclusive estudos anteriores como Mallin e Ow-Yong (2012) verificaram que empresas que têm mais diretores independentes são as que possuem níveis de classificações mais altas. Destaca-se que empresas estatais possuem mais conselheiros do que empresas de controle privado nacional. Por este motivo, possivelmente empresas estatais devem possuir maior representatividade aos segmentos da governança corporativa (Silveira et al, 2008; Lameira, 2012). Entretanto Punsuvo et al. (2007) e Lameira e Ness (2011) concluíram que o controle de sociedade não é significativo estatisticamente à qualidade da GC.

2.2 Governança Corporativa e Risco Idiossincrático

O estudo de Fama e French (1993) sugere que fatores de risco não diversificáveis, ou seja, o risco específico da empresa representa grande parte do custo de capital próprio. Conforme pesquisa de Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2004), a governança corporativa tem associação com menores custos de capital, pois quanto melhor a GC mais se reduzem os riscos de agência e de informação no intuito de proteger os preços dos investidores.

Ao considerar que o custo de capital próprio possui relação com a governança corporativa, e que representa considerável parcela do risco idiossincrático, possivelmente o risco específico deve influenciar em problemas de agência. Conforme Gomes (2000), a diversificação do risco idiossincrático, ou seja, a minimização do risco específico pode permitir que o gerente construa uma reputação de bom comportamento, ou seja, à medida que se reduz o risco idiossincrático, eleva-se a governança corporativa.

Especificamente sobre a relação entre o risco idiossincrático e a GC, a pesquisa dos autores Derwall e Verwijmeren (2007) constatou que melhor governança corporativa está associada a menor risco idiossincrático. Contudo, o estudo de Lara, Osma e Penalva (2009),



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

verificou uma associação positiva entre a qualidade da governança corporativa, pois a presença do risco específico aumenta as demandas por estruturas de governança.

Além disso, na literatura são encontradas relações com o risco idiossincrático e alguns dos determinantes da governança corporativa como o tamanho da empresa, desempenho, estrutura de propriedade e pagamento de dividendos, que podem reforçar a hipótese de que o risco idiossincrático interfere na GC. Sobre estudos relacionando risco idiossincrático e tamanho, conforme Rahman et al. (2012), as empresas maiores normalmente realizam mais transferências de renda, e por isso tendem a reduzir a disponibilidade de informações específicas no mercado, porém não confirmaram nenhuma relação em seus resultados. Vozlyublennaiia (2011) verificou que há relação negativa entre risco específico e tamanho.

Em relação ao desempenho da empresa, autores como por exemplo Rountree, Weston e Allayannis (2008) obtiveram uma relação negativa entre risco idiossincrático e o valor da empresa. A justificativa é que o risco proporciona maior incerteza financeira, influenciando negativamente nos preços das ações. Além disso, conforme Srinivasan e Hanssens (2009), quanto maior é a volatilidade idiossincrática, mais necessita-se de capital de trabalho para que se evite a insolvência.

Em relação a concentração de propriedade, os autores Himmelberg et al. (1999), argumentam que o nível ótimo de concentração é reduzido conforme há uma elevação do risco específico da empresa. Isto se justifica pois a maior presença de risco idiossincrático torna a posse das ações mais caras aos grandes acionistas. Conforme estes argumentos, algumas pesquisas confirmaram a relação negativa entre o risco idiossincrático e a estrutura de propriedade. Por exemplo, a pesquisa de Abu-Ghunmi, Bino e Tayeh (2015) constatou que há relacionamento negativo entre o risco idiossincrático e a concentração de propriedade especificamente quando os investidores possuem proteção fraca.

O pagamento de dividendos como determinante da qualidade de GC e presente nos resultados de Hoberg e Prabhala (2009), foi analisado e verificado pelos autores que conforme elevam-se a probabilidade de pagamento de dividendos diminui-se o risco idiossincrático, ou seja, caracteriza-se desta forma uma relação negativa. Conforme Durnev et al (2003), uma das justificativas para a empresa ser menos propensa a pagar dividendos é devido ao risco idiossincrático refletir um aumento nos preços específicos.

2.3 Governança Corporativa no Brasil e o Novo Mercado

A GC é regida pelos princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa que tornam a entidade um ambiente confiável tanto interna como externamente (IBGC, 2015). No Brasil, o órgão que regulamenta a GC é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Segundo ele a GC corresponde à forma com que uma organização é dirigida, monitorada e incentivada, e engloba a relação entre todos os entes interessados no negócio: sócios, conselho de administração, órgãos de fiscalização e controle. Por conseguinte, a GC tem o intuito de alinhar os interesses de todos os interessados preservando o valor econômico e o longo prazo da organização (IBGC, 2015).

Em estudos anteriores de Punsuvo et al. (2007) e Malacrida e Yamamoto (2006) foi salientado que a GC surge como uma forma de suavizar os conflitos existentes entre os diferentes interesses dos agentes relacionados à organização, bem como o monitoramento destes agentes verificando possíveis conflitos de agência que surgirem nas organizações.

O Novo Mercado (NM) é um dos segmentos da BM&FBovespa (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) que foram criados quando surgiu a necessidade de segmentar os diferentes perfis de organizações listadas na BM&FBovespa (BM&FBovespa, 2016).



Com o surgimento do NM no Brasil foram estimuladas as boas práticas de GC, já que desde sua primeira listagem de empresas em 2002 se tornou referência em transparência e governança. O NM representa a negociação das ações das empresas que espontaneamente adotam práticas de GC, além das exigidas pela legislação brasileira, ou seja, que assumem controles extras para gerenciar os seus negócios, e têm intenção de fornecer informações de ótima qualidade (BM&FBovespa, 2016).

Para pertencer ao NM é necessário o cumprimento de algumas regras relacionadas à estrutura de GC e de direito dos acionistas como: o capital social deve ser composto por ações ordinárias com direito a voto, seus acionistas tem direito a vender suas ações pelo mesmo preço, devem ser divulgados relatórios financeiros mais robustos, os relatórios devem ser aceitos internacionalmente, bem como utilização de demais práticas que otimizem os resultados organizacionais (BM&FBovespa, 2016).

Entre os benefícios do pertencimento ao NM, podem ser citados a redução de custos de capital e o aumento de valor das organizações, já que contam com mecanismos mais eficazes e eficientes para a conquista de negócios competitivos, o que tende a aumentar o nível de confiança entre os acionistas (Malacrida & Yamamoto, 2006). Também, conforme a BM&FBovespa (2016), a inclusão destes mecanismos de GC atraem investidores, asseguram a divulgação de melhores informações para os agentes interessados na organização, garantem direitos aos acionistas e tendem a minimizar a possibilidade de risco na organização. De acordo com estes argumentos pode-se citar Tipuric, Casnil e Lovrinčević (2016), que argumentam que quanto maiores são os índices de governança corporativa, maior é a possibilidade de atrair investidores, assim como a empresa também melhora sua incorporação em rede de relacionamentos com grupos de partes interessadas.

Desta forma, são estabelecidas as seguintes hipóteses gerais e sub-hipóteses da pesquisa:

H₁: Os determinantes da qualidade da governança corporativa discriminam as empresas do Novo Mercado.

H_{1a}: O direito ao voto em posse do controlador discrimina as empresas do Novo Mercado

H_{1b}: O excesso de direito ao voto em posse do controlador discrimina as empresas do Novo Mercado

H_{1c}: O Q de Tobin discrimina as empresas do Novo Mercado

H_{1d}: A rentabilidade sobre o ativo discrimina as empresas do Novo Mercado

H_{1e}: O tamanho da empresa discrimina as empresas do Novo Mercado

H_{1f}: O pagamento de dividendos discrimina as empresas do Novo Mercado

H_{1g}: As oportunidades de crescimento discriminam as empresas do Novo Mercado

H_{1h}: A imobilização dos ativos discrimina as empresas do Novo Mercado

H_{1i}: O controle de sociedade discrimina as empresas do Novo Mercado

H₂: O risco idiossincrático discrimina as empresas do Novo Mercado.



H₂: O risco idiossincrático discrimina as empresas do Novo Mercado.

3. Metodologia

Quanto aos objetivos pode-se classificar a pesquisa como descritiva, pois procura descrever as características da população, estabelecendo relações entre as variáveis (Gil, 2010). Quanto aos procedimentos a pesquisa é documental já que utiliza-se de documentos, escritos ou não. Quanto a abordagem do problema a pesquisa é quantitativa pois aplica análise estatística com o intuito de ter precisão nos resultados ao minimizar erros de análise e interpretação (Richardson & Peres, 2014).

Como o objetivo da pesquisa pretendeu verificar os determinantes da qualidade da GC, incluindo o risco idiossincrático que melhor discriminam as empresas do Novo Mercado, fez-se necessário analisar as empresas listadas na BM&FBovespa. A pesquisa selecionou 2015, pois o objetivo é considerar o máximo de empresas possíveis, visto que os últimos três anos tem apresentado maior número presente na Bolsa de valores brasileira. A população inicial contou com 447 empresas listadas na BM&FBovespa, das quais foram excluídas as instituições financeiras, por serem regidas por regras próprias do Conselho Monetário Nacional e outras empresas que não apresentaram dados suficientes. Além disso, algumas dessas não passaram pelo teste de normalidade, reduzindo desta forma a amostra para 48 empresas, como representada na Tabela 1.

Tabela 1

Seleção de amostra conforme motivos de exclusão

Motivos de exclusão	Número de empresas excluídas
Instituição Financeira	60
Menos de 15 pregões mensais no retorno das ações para o cálculo do risco idiossincrático	268
Ausência de dados para o cálculo de: Pagamento de dividendos, Lucro operacional próprio sobre ativo, Oportunidades de crescimento, Q de Tobin, Tamanho da empresa, Controle da sociedade, Ativos imobilizados, <i>Market-to-book</i> , Valor de mercado	60
Presença de <i>outliers</i>	12
Total da Amostra	48

As informações para a execução de cálculos de determinantes da qualidade da GC e o risco idiossincrático foram obtidas por meio da base de dados da Economática, e para a coleta das demais informações das organizações foi utilizado o site da BM&FBovespa, e consultadas todas as empresas listadas ou não no NM.

A pesquisa aplica análise estatística com o intuito de ter precisão nos resultados ao minimizar erros de análise e interpretação. Por este motivo, a abordagem do problema é de natureza quantitativa (Richardson & Peres, 2014). Desta forma, conforme objetivo verificou-se quais dos mecanismos da qualidade da governança corporativa juntamente com o risco idiossincrático melhor discriminam o nível de GC, utilizando a análise discriminante. Em aplicação da análise discriminante, as variáveis independentes são métricas e a variável dependente é categórica (Gonçalves, Dias & Muniz, 2008). A discriminação é realizada por meio da estimação dos pesos (b_k) de cada variável, da qual maximiza-se a variância intra e entre grupos, e desta forma os grupos são distinguidos o máximo possível dos valores da função discriminante. Desta forma, quanto maior for o coeficiente das variáveis independentes, maior será sua contribuição para a discriminação dos grupos. As variáveis que serão analisadas nesta pesquisa são descritas na Tabela 2.



7º CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS
7º CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE
TRANSPARÊNCIA, CORRUPÇÃO E FRAUDES



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

Tabela 2

Variáveis para a análise discriminante

Variável dependente		Métrica	Autores
Novo Mercado (NM)		Variável categórica na qual 1 representa empresas que pertencem ao NM e 0 caso contrário.	Lameira et al. (2007); Silveira et al. (2008); Machado e Famá (2011)
Variáveis independentes		Métrica	Autores
Tamanho da empresa (TAM)		Logaritmo da receita operacional líquida da empresa	Silveira et al. (2008); Lameira e Ness (2011); Lameira (2012)
Estrutura de Propriedade	Direito de voto (CON)	Percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es)	Punsuvo et al. (2007); Silveira et al. (2008); Correia et al. (2011)
	Direito sobre o fluxo de caixa (PROP)	Percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es)	Punsuvo et al. (2007); Silveira et al. (2008); Correia et al. (2011)
	Excesso de direito de voto em posse do controlador (DIF)	DIF = CON – PROP	Punsuvo et al. (2007); Correia et al. (2011)
Desempenho (DESEMP)	Q de Tobin (Q)	$\frac{VM+VCPC-VCAC-VCE+VCDLP}{AT}$ Onde: VM = Valor de Mercado da Empresa; VCPC = Valor Contábil do Passivo Circulante; VCAC = Valor Contábil do Ativo Circulante; VCE = Valor Contábil dos Estoques; VCDLP = Valor Contábil da Dívida de Longo Prazo; AT = Ativo Total	Silveira, Barros e Famá (2003); Punsuvo et al. (2007); Lameira et al. (2007); Silveira et al. (2008)
	Valor de mercado (VM)	Valor de mercado total da empresa	Punsuvo et al. (2007)
	Lucro operacional próprio sobre ativo (LOPAT)	Lucro operacional antes das receitas e despesas financeiras sobre ativo total	Punsuvo, Barros e Kayo (2007); Silveira, Perobelli e Barros (2008)
Market-to-book (M/B)		Razão entre o valor de mercado e o valor contábil	Lameira e Ness (2011); Lameira (2012)
Controle da sociedade (IDENT)		Variável binária construída para cada uma das seis categorias analisadas: propriedade privada estrangeira (IDENT1); propriedade privada nacional, detida por investidores não ligados à família fundadora da empresa (IDENT2); propriedade de empresa nacional <i>holding</i> (IDENT3); propriedade de empresa estrangeira <i>holding</i> (IDENT4); propriedade de empresa estatal <i>holding</i> (IDENT5); propriedade estatal (IDENT6)	Punsuvo et al. (2007)
Índice de payout (PAYOUT)		Razão entre os dividendos pagos por ação e o lucro líquido por ação	Lameira et al. (2007)
Percentual de imobilização de ativos (IMOB)		Ativo Imobilizado Bruto (antes da depreciação) sobre o ativo total	Lameira e Ness (2011)
Expectativa de crescimento (CRESC)		Taxa de variação percentual acumulada da receita líquida nos três últimos anos	Silveira et al. (2008)
Risco idiossincrático (RID)		O RID de cada ação é calculado pelo desvios padrão dos resíduos das regressões pelo Modelo de Três fatores de Fama e French (1993).	Lameira e Ness (2011)



4. Resultados e análise dos dados

A análise descritiva é com base na média (M) e no desvio padrão (DP) dos dados coletados.

Tabela 3

Estatística descritiva das variáveis independentes das empresas pertencentes e não pertencentes ao NM

Var	Empresas do Novo Mercado (NM)		Demais Empresas		Teste t
	M	DP	M	DP	
TANG	- 0,06	1,00	0,11	1,05	-0,569
Q	0,11	1,10	- 0,19	0,82	0,986
TAM	- 0,01	0,94	0,02	1,16	-0,085
PAYOUT	- 1,35	0,07	- 0,13	0,06	-0,277
LOPAT	0,11	0,52	- 0,09	0,76	1,059
CON	0,29	0,45	0,74	0,56	-2,946 ***
PROP	0,65	0,53	0,07	0,51	3,631 ***
DIF	- 0,50	0,00	1,29	1,19	-8,473
M/B	0,01	0,98	- 0,26	0,87	0,974
CRESC	0,22	1,02	- 0,40	0,88	2,111 **
RID	0,04	0,94	- 0,08	1,17	0,389
VM	0,03	0,93	- 0,05	1,17	0,262
Número de Observações	31		17		
Total de Observações	48				

Nota: *** Significativo ao nível de 1%

** Significativo ao nível de 5%

* Significativo ao nível de 10%

O desvio padrão do NM (1,00) foi menor em relação a Tangibilidade nas Demais Empresas não pertencentes ao NM (1,05). A média do Q de Tobin apresentou variação positiva no NM (0,11) e negativa para as Demais Empresas (-0,19). Em relação ao tamanho das empresas, apresentou média negativa no NM (-0,01) e positiva nas Demais Empresas (0,02).

A média do LOPAT no NM (0,11) apresentou-se positiva enquanto nas Demais Empresas (-0,09) apresentou-se negativamente. A média do valor de mercado é maior para o NM (0,03) no qual foi positiva, enquanto que nas Demais Empresas (-0,05) foi negativo. Já a média do índice M/B também foi positivo para NM (0,01) e negativo para as Demais Empresas (-0,26). Em relação à média da expectativa de crescimento apresentou-se positivo para o NM (0,22) e negativo para as Demais Empresas (-0,40).

Percebe-se que em relação a estrutura da propriedade, no que se refere ao direito de voto (CON) o NM (0,29) apresenta média menor do que as Demais Empresas (0,74). Contudo em relação ao direito sobre o fluxo de caixa a média é maior para o NM (0,65) do que para as Demais Empresas (0,07). A média em relação ao excesso de direito de voto em posse do controlador (DIF) apresentou grande variação entre o NM (-0,50) e as Demais Empresas (1,29), sendo negativo e positivo respectivamente.

A média do PAYOUT apresentou-se negativamente tanto para o NM (-1,35) como para as Demais Empresas (-0,13). Em relação ao risco idiossincrático (RID) a média no NM (0,03) apresentou-se maior e positivamente, enquanto que para as Demais Empresas (-0,08) foi menor e negativa.

Com a aplicação do teste t foi possível verificar que as médias que apresentaram variação significativa se referem às variáveis de estrutura de propriedade CON e PROP



7º CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS
7º CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE
TRANSPARÊNCIA, CORRUPÇÃO E FRAUDES



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

representando 1% de variação entre o NM e as Demais Empresas, seguida da expectativa de crescimento (CRESC) que apresentou variação de 5%.

Para a realização da análise discriminante, realizou-se o teste de normalidade *Kolmogorov-Smirnov* (K-S), na qual não foram apresentadas evidências estatísticas para rejeitar a hipótese nula (H_0), ao nível de significância de 5% para as variáveis Q, LOPAT, VM, TAM, RID, CON, TANG e RID. No entanto, as variáveis PROP, PAYOUT, DIF, M/B, IDENT e CRESC não evidenciaram a existência de normalidade. Dessa forma, essas últimas foram retiradas da análise discriminantes. Além de variáveis excluídas, algumas empresas identificadas com possíveis valores discrepantes ou atípicos (*outliers*) com a projeção de gráficos de *Box Plot*, também foram retiradas.

Pela Tabela 4, a multicolinearidade entre as variáveis normais como pressuposto da análise discriminante foi verificada (alta correlação entre as variáveis independentes), por meio de correlação de *Pearson*. Foram encontradas correlações com valores inferiores a 0,6, ou seja, os resultados explicam a ausência de multicolinearidade. Entre as correlações identificadas ao nível de significância de 1%, uma é positiva entre Q de Tobin e valor de mercado (0,57), e a outra negativa entre risco idiossincrático e o lucro operacional próprio sobre o ativo (-0,44). Além disso, também há uma correlação negativa ao nível de 5% entre Q de Tobin e risco idiossincrático (-0,33).

Tabela 4

Matriz de correlação

	TANG	Q	TAM	LOPAT	VM	CON	RID
TANG	1,00	0,25	0,04	-0,14	0,12	0,01	0,04
Q	0,25	1,00	0,05	0,21	0,57**	-0,02	-0,33*
TAM	0,04	0,05	1,00	0,08	0,01	-0,06	-0,06
LOPAT	-0,14	0,21	0,08	1,00	0,02	-0,25	-0,44**
VM	0,12	0,57**	0,01	0,02	1,00	-0,03	-0,28
CON	0,01	-0,02	-0,06	-0,25	-0,03	1,00	0,05
RID	0,04	-0,33*	-0,06	-0,44**	-0,28	0,05	1,00

Nota. **Significativo ao nível de 1%

*Significativo ao nível de 5%

Outro teste realizado foi o de Igualdade de Médias ANOVA, e identificou-se que apenas as variáveis normais CON e CRESC são estatisticamente significativas ($p < 0,05$) na diferenciação dos dois grupos: 0 (não pertencente ao NM), e 1 (pertencente ao NM). Conforme Maroco (2003) esse teste verifica se as médias dos grupos são iguais.

Na Tabela 5 é apresentada a função estimada para os dois grupos considerando CON e CRESC, com autovalor 0,363 que representou 100% de variância explicada. A função tem uma correlação canônica de 0,516, que elevada ao quadrado indica que 26,63% da variável dependente é explicada pelo modelo. Com o Lambda de *Wilks* de 0,734, o qual conforme Maroco (2003) serve para testar a significância das funções discriminantes, o p-valor 0,000, pode-se afirmar que a função é significativa. Como último teste da análise discriminante, utiliza-se a matriz de variância-covariância para cada um dos grupos em estudo, em relação a cada uma das variáveis, na qual devem prover de uma mesma população. Para essa avaliação foi utilizado o teste M de *Box* (Hair, 2005).

Tabela 5

Teste de significância da função e resultado do Teste M de Box

Função	Autovalor	Lambda de Wilks	Qui-quadrado	Correlação Canônica	Sig.	Teste M de Box
1	0,363	0,734	13,939	0,516	0,001	0,561



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

A Tabela 6 indica os coeficientes padronizados mais importantes na discriminação entre os grupos, da qual se destaca para a função discriminante o CON (-0,834). Os estudos de Silveira (2004) e Punsuvo et al. (2007) apresentam resultados em que o direito de voto (CON) é o mais significativo à qualidade da GC, constatando uma relação negativa entre os indicadores. Para ressaltar resultados anteriores, esta pesquisa verificou que o CON é o mais importante na discriminação às empresas pertencentes e não pertencentes ao NM.

A possível justificativa para a concentração do direito de controle (CON) discriminar o nível de GC pode ser em decorrência da expropriação de acionistas externos, pois conforme Silveira et al. (2008), essa expropriação pode ocasionar problemas de monitoramento na administração diminuindo o nível de GC, e por consequência dificultar o ingresso das empresas no NM.

Tabela 6

Coeficientes Padronizados da Função Discriminante e Matriz Estrutural

	Coeficientes Padronizados da Função Discriminante	Matriz Estrutural
Variáveis	Função 1	Função 1
CON	0,878	0,721
CRESC	-0,711	-0,516

Além dos coeficientes padronizados, há também a matriz estrutural na Tabela 4, verificando-se as correlações combinadas dentro de grupos entre variáveis discriminantes e funções discriminantes canônicas padronizadas (variáveis ordenadas pelo tamanho da correlação dentro da função). A variável que apresenta maior relevância é o CON. Em estudo de Punsuvo et al. (2007) foi verificado que quanto maior é o direito de controle, menor é a qualidade da governança corporativa. Nesta pesquisa especialmente foi constatado que o direito de voto faz a discriminação entre empresas NM e não NM. Com esses resultados, aceita-se as sub-hipóteses H_{1a} : *O direito ao voto em posse do controlador discrimina as empresas do Novo Mercado* e H_{1g} : *As oportunidades de crescimento discriminam as empresas do Novo Mercado*. O CRESC, como determinante da qualidade da GC verificado por exemplo pela pesquisa de Correia et al. (2011), de que as empresas as quais possuem mais oportunidades futuras de crescimento têm maiores necessidades de atingir melhores níveis de GC para a captação de recursos, também é variável que discrimina as empresas do segmento NM.

Contudo não há como concluir sobre as hipóteses e sub-hipóteses: H_1 : *Os determinantes da qualidade da governança corporativa discriminam as empresas do Novo Mercado*; H_{1b} : *O excesso de direito ao voto em posse do controlador discrimina as empresas do Novo Mercado*; H_{1c} : *O Q de Tobin discrimina as empresas do Novo Mercado*; H_{1d} : *A rentabilidade sobre o ativo discrimina as empresas do Novo Mercado*; H_{1e} : *O tamanho da empresa discrimina as empresas do Novo Mercado*; H_{1f} : *O pagamento de dividendos discrimina as empresas do Novo Mercado*; H_{1h} : *A imobilização dos ativos discrimina as empresas do Novo Mercado*; H_{1i} : *O controle de sociedade discrimina as empresas do Novo Mercado*; e H_2 : *O risco idiossincrático discrimina as empresas do Novo Mercado*.

Com base nos resultados apurados, empresas pertencentes ao Novo Mercado podem apresentar menor quantidade de controladores em posse de ações ordinárias (CON), mas pode também resultar em maior crescimento de vendas (CRESC). Esse resultado é similar ao encontrado na análise descritiva, pois foi verificado menor CON e maior CRESC para empresas pertencentes ao NM, com diferença significativa de 1% para os grupos.



5. Considerações Finais

O objetivo principal deste artigo foi verificar se o risco idiossincrático discrimina as empresas pertencerem e não pertencerem ao Novo Mercado. De modo geral, os resultados mostram que somente duas determinantes da qualidade da GC discriminaram as empresas do NM. Por meio da aplicação da técnica multivariada de análise discriminante, foram identificados como fatores discriminantes do Novo Mercado pelas empresas estudadas: (a) direito de voto (CON), uma variável da estrutura de propriedade, que consiste no percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es); e (b) a expectativa de crescimento.

Apesar de na análise descritiva constatar-se a superioridade do LOPAT, Q de Tobin e o risco idiossincrático nas empresas do NM, e inferioridade do tamanho nessas, não apresentaram diferenças significativas. Portanto, aspectos como CON e CRESC são importantes para ampliar o entendimento de quais empresas mais se adequam a fazer parte do Novo Mercado.

Os estudos brasileiros sobre a relação entre o direito de voto e a governança corporativa como em Silveira (2004) e Punsuvo et al. (2007), verificaram que há relação negativa e significativa entre o direito de voto (CON) com a qualidade da governança. Especificamente, este estudo evidencia que o direito de voto é o mais importante para discriminar o nível de governança corporativa, uma vez que alguns autores argumentam sobre o direito de voto (CON) ser uma característica importante para o modelo de governança em empresas brasileiras. Dessa forma, o direito de voto discrimina empresas do NM possivelmente por causa de uma das principais características relacionadas à qualidade da GC nessas empresas.

Outro determinante da qualidade da GC verificado pela pesquisa de Correia et al. (2011), é uma variável que discrimina as empresas do segmento NM. Desta forma, constata-se que as empresas as quais possuem mais oportunidades futuras de crescimento necessariamente terão maiores necessidades de atingir melhores níveis de GC para a captação de recursos, especificamente para o ingresso no Novo Mercado da BM&FBovespa.

A análise restringiu-se a 48 companhias devido a ausência de dados completos no período de estudo de cinco anos, principalmente devido ao cálculo do risco idiossincrático o qual demanda várias informações, e ao número de empresas as quais pertencem ao Novo Mercado. Desta forma limita-se o estudo por não ser possível generalizar os resultados encontrados. Entretanto, essas limitações não invalidam os resultados, pois os pressupostos da análise discriminante foram atendidos.

Referências

- Abu-Ghunmi, D., Bino, A., & Tayeh, M. (2015). Idiosyncratic risk and corporate governance: evidence from Jordan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(sup4), S40-S50.
- Aguiar, A. B., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, 39(4), 338-347.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2005). Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115-137.



7º CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS
7º CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE
TRANSPARÊNCIA, CORRUPÇÃO E FRAUDES



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

Ashbaugh, H., Collins, D. W., & Lafond, R. (2004 December). Corporate governance and the cost of equity capital. *Social Science Research Network* (SSRN). Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681.

Ben-Amar, W.; & Boujenoui, A. (2006 Jan) Factors explaining corporate governance disclosure quality: Canadian evidence. School of Management University of Ottawa. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/228429839_FACTORS_EXPLAINING_CORPORATE_GOVERNANCE_DISCLOSURE_QUALITY_CANADIAN_EVIDENCE.

Bhattacharya, D.; Li, W-H; & Rhee, S. G. (2016 Mar 18) Does Better Corporate Governance Encourage Higher Payout?: Risk, Agency Cost, and Dividend Policy. [*Hitotsubashi Institute for Advanced Study*]. Hitotsubashi University. Recuperado de <http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/handle/10086/27754>.

BM&FBovespa (2016). Segmentos de listagem. *Sobre segmentos de listagem*. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 20 maio 2017.

Chen, K. CW; Wei K-C J; & Chen, Z.. (2003 Aug) Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia's emerging markets. Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. [*Social Science Research Network* (SSRN)]. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000.

Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.

Derwall, J., & Verwijmeren, P. (2007, Jan) Corporate governance and the cost of equity capital: Evidence from gmi's governance rating. [*European Centre for Corporate Engagement*] Research Note; Netherlands.

Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., & Zarowin, P. (2003). Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing?. *Journal of Accounting Research*, 41(5), 797-836.

Ertugrul, M., & Hegde, S. (2009). Corporate governance ratings and firm performance. *Financial Management*, 38(1), 139-160.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.

Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. C. (2016 Dec). The Stephen M. Ross School of Business at the University of Michigan Research Paper Series. *Social Science Research Network* (SSRN). Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681.

Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business ethics quarterly*, 4(04), 409-421.



Gil, A. C. (2010). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. (6a ed). São Paulo: Atlas.

Gomes, A. (2000). Going public without governance: managerial reputation effects. *The Journal of Finance*, 55(2), 615-646.

Gonçalves, C. A., Teixeira Dias, A., & Maia Muniz, R. (2008). Análise discriminante das relações entre fatores estratégicos, indústria e desempenho em organizações brasileiras atuantes na indústria manufatureira. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 12(2), 287.

Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and public Policy*, 23(5), 351-379.

Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of financial economics*, 53(3), 353-384.

Hoberg, G., & Prabhala, N. R. (2008). Disappearing dividends, catering, and risk. *The review of financial studies*, 22(1), 79-116.

Hossain, M., Ahmed, K., & Godfrey, J. M. (2005). Investment opportunity set and voluntary disclosure of prospective information: A simultaneous equations approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5-6), 871-907.

Hussainey, K., & Al-Najjar, B. (2012). Understanding the determinants of RiskMetrics/ISS Ratings of the quality of UK companies' corporate governance practice. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 29(4), 366-377.

IBGC (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (4a ed). Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC.

IBGC (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (5a ed). Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.

Lameira, V. D. J., Lee Ness Junior, W., & van Aduard de Macedo-Soares, T. D. L. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração-RAUSP*, 42(1), 64-73.

Lameira, V. J., & Ness Jr, W. L. (2011). Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. *Revista de Negócios*, 16(3), 33-52.

Lameira, V. J. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(42), 7-25.



7º CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS
7º CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE
TRANSPARÊNCIA, CORRUPÇÃO E FRAUDES



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.

Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of accounting studies*, 14(1), 161-201.

Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.

Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-110.

Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista contabilidade e finanças*, 17, 65-79.

Mallin, C., & Ow-Yong, K. (2012). Factors influencing corporate governance disclosures: Evidence from Alternative Investment Market (AIM) companies in the UK. *The European Journal of Finance*, 18(6), 515-533.

Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The journal of finance*, 42(3), 483-510.

Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & de Campos Barros, L. A. B. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72.

Rahman, M. A., Sadique, M. S., & Chowdhury, S. S. H. (2012). Do Stock Prices in Turkey Reflect Fundamental Information? A Firm-level Analysis. *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 137.

Richardson, R. J.; Peres, J. A. de S. (2014). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. (3a ed). São Paulo: Atlas.

Rountree, B., Weston, J. P., & Allayannis, G. (2008). Do investors value smooth performance?. *Journal of Financial Economics*, 90(3), 237-251.

Schleicher, T., Hussainey, K., & Walker, M. (2007). Loss firms' annual report narratives and share price anticipation of earnings. *The British Accounting Review*, 39(2), 153-171.

Silveira, A. D. M. da (2004). *Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

Silveira, A. D. M., Perobelli, F. F. C., & de Campos Barros, L. A. B. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no



7º CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS
7º CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE
TRANSPARÊNCIA, CORRUPÇÃO E FRAUDES



Florianópolis, 10 a 12 de Setembro de 2017

Brasil/Corporate Governance and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Brazilian Markets. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763.

Srinivasan, S., & Hanssens, D. M. (2009). Marketing and firm value: Metrics, methods, findings, and future directions. *Journal of Marketing research*, 46(3), 293-312.

Tipuric, D., Casnil, A. C., & Lovrinevic, M. (2016, April). A Cross-country Comparison of Corporate Governance Quality: Applying SEECGAN Methodology to Determine Differences Between Croatia, Slovenia and Macedonia. *International OFEL Conference on Governance, Management and Entrepreneurship*. (p. 84). Zagreb: Centar za istraživanje i razvoj upravljanja d.o.o.

Toledo, E. P., Bocatto, E. (2007). Quality of governance and the construction of governance indices: evidence from Spain. *Corporate Ownership & Control*, 5(1), 355-371.

Vozlyublennai, N. (2001) The cross-section of dynamics in idiosyncratic risk. *Journal of Empirical Finance*, 18(3), 461-473.