

Referências bibliográficas

AGUIAR, A.B. de; CORRAR, L.J. e BATISTELLA, F.D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento dos preços das ações na Bovespa: evidências empíricas. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, outubro / novembro / dezembro, 2004.

ALCHIAN, A. and DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, p. 777-795, 1972.

ALMEIDA, R.J. de. Conflitos entre acionistas majoritários, acionistas minoritários e administradores profissionais causados por importâncias assimétricas dos direcionadores de valor das empresas. **RAUSP**, vol. 37, n. 1, janeiro a março, 2002.

ALMEIDA, R.J. de. Supremacia na fruição dos benefícios gerados pela empresa: os *stakeholders* e a teoria das finanças. Tese de Doutorado em Administração de Empresas. FEA – USP, 2003.

ANDRADE, A. e ROSSETTI, J.P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Editora Atlas, 412 p., 2004.

APREDA, R. Corporate governance in Argentina. The outcome of economic freedom (1991-2000). **Corporate Governance: an International Review**, n. 258, 2000.

ARCE, G.E. and ROBLES, E.A. Corporate governance in Costa Rica. **Inter-American Development Bank**, research network working paper R-519, dezembro, 2005.

ASHBAUGH, H.; COLLINS, D.W. and LAFOND, R. Corporate governance and the cost of equity capital. Disponível no site www.ssrn.com, dezembro, 2004.

BAI, C-E.; LIU, Q.; LU, J.; SONG, F.M.; and ZHANG, J. Corporate governance and firm valuation in China. Disponível no site www.ssrn.com, novembro, 2002.

BARCA, F. On corporate governance in Italy: issues, facts and agency. **Unpublished working paper**. Bank of Italy, Roma, 1995.

BEBCHUK, L.A. and GRINSTEIN, Y. The growth of executive pay. **Harvard Law and Economics**, discussion paper n. 510, abril, 2005.

BEBCHUK, L.A.; KRAAKMAN, R. and TRIANTIS, G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanisms and agency cost of separating control from cash-flow rights. In: Concentrated Corporate Ownership, Randall K. Morck, The University of Chicago Press, Ltd, London, p. 445-460, 2000.

BEBCHUK, R.N. Corporate governance and ownership: measurement and impact on corporate performance and dividend policy in Argentina. **Inter-American Development Bank**, research network working paper R-516, novembro, 2005.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCMHD, M. and ZIMMERMANN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland. **European Corporate Governance Institute**, working paper series, n. 34/2004, janeiro, 2004.

BENGT, H. Código das melhores práticas de governança corporativa – o conselho de administração. **RAUSP**, vol. 35, n. 2, abril a junho, 2000.

BERGLOF, E. and PEROTTI, E. The governance structure of the Japanese financial Keiretsu. **Journal of Financial Economics**, v. 36, p. 259-284, 1994.

BERGLÖF, E. and VON THADDEN, E-L. The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries. **Social Science Research Networks**, junho, 1999.

BERLE, A. and MEANS, G. The modern corporation and private property. New York: MacMillan, 1932.

BHAGAT, S. and JEFFERIS Jr., R.H. The econometrics of corporate governance studies, 2ª edição, **The MIT Press**, 127 p., março, 2005.

BLACK, B.S.; JANG, H. and KIM, W. Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-403, janeiro, 2006.

BÖHREN, O. and ODEGAARD, B.A. Governance and performance revisited. In: International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley, Paul Ali and Greg Gregoriou editors, p. 27-64. Wiley - IEEE press, 2006.

BÖRSCH-SUPAN, A. and KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **ZEW - Centre for European Economic Research**, discussion paper n. 00-17, Mannheim, abril, 2000.

BRAENDLE, U.C. and NOLL, J. On the convergence of national corporate governance systems. **Journal of Interdisciplinary Economics**, p. 57-81, 2006.

BREALEY, R.A. & MYERS, S.C. Principles of Corporate Finance. 7ª edição, New York: Editora Irwin-McGraw Hill, 2003.

BROWN, L. and CAYLOR, M. Corporate governance and firm performance. Disponível no site www.ssrn.com, dezembro, 2004.

CAMARGOS, M.A. de and HELAL, D.H. Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. XXXI Encontro da ENANPAD, Rio de Janeiro, 2007.

CAMPOS, T.L.C. Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **RAUSP**, São Paulo, v. 41, n. 4, outubro / novembro / dezembro, 2004.

CAN-LAU, J. The impact of corporate governance structures on the agency cost of debt. **International Monetary Fund**, working paper 01/204, dezembro, 2001.

CARNEIRO, J.; FERREIRA DA SILVA, J.; ROCHA, A.M.C. da and HEMAIS, C.A.P.G. How to measure a firm's export performance? Constructing a conceptual framework. XL Asamblea de CLADEA, Santiago, Chile, 2005.

CARVALHO, A.G.de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **RAUSP**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, julho/setembro 2002.

———. Efeitos da migração para níveis de governança. In: III Encontro Brasileiro de Finanças, anais, São Paulo, 2003.

CARVALHOSA, M. Comentário à lei das sociedades anônimas. 2ª edição. São Paulo: Editora Saraiva, v. I, II, III e IV, com respectivamente 727p., 752p., 725p. e 412p, 1998.

CHANDLER, A.D. Organizational capabilities, and the economic history of the industrial enterprise. **Journal of Economic Perspective**, v. 6, p. 79-100, 1992.

CHEN, K.C.W.; CHEN, Z. and WEI, K.C.J. Disclosure, corporate governance and the cost of capital: evidence from Asian's emerging markets. Disponível no site www.ssrn.com, junho, 2004.

CHO, M-H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 1, p. 103-121, 1998.

CHONG, A. and LÓPEZ-DE-SILANES, F. Corporate governance and firm value in México. **Inter-American Development Bank**, research network working paper R-516, julho, 2006.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. and LANG, L.. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 2, pp. 2741-2771, 2002.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, p. 386-405, 1937.

COASE, R.C. et. al. "The Nature of the Firm – Origins, Evolution, and Development". Editado por WILLIAMSON, Oliver E. & SIDNEY G. Oxford University Press, New York, Oxford, winter, 1993.

COFFEE Jr., J.C. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance an its implications. **Columbia Law School Center for Law and Economic Studies**, working paper n. 144, fevereiro, 1999.

CORE, J.E.; GUAY, W.R. and LARCKER, D.F. Executive equity compensation and incentives: a survey, **Economic Policy Review**, n. 8, v. 1, abril, 2003.

CREMERS, K.J.M. and VINAY, N. Governance mechanisms and equity prices. **The Journal of Finance**, v. 60, nº 6, p. 2859, dezembro, 2005.

DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 4ª reimpressão, 2002.

DA SILVA, A.L.C. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. Tese de Doutorado em Administração de Empresas. Coppead, Rio de Janeiro, 2002.

———. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, outubro / novembro / dezembro, 2004.

DA SILVA, A.C. and LEAL, R.P.C. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. **Frontiers in Finance and Economics**, França, v. 1, n. 1, p. 1-16, 2004.

DA SILVEIRA, A.D.M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado em Administração de Empresas. São Paulo, USP, novembro, 2004.

DA SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A. and FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras – um estudo empírico. **RAE/GV**, v. 43, n. 3, p. 50-64, julho a setembro, 2003.

DA SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A. e FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. V Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, 18 e 19 de julho, anais, 2005.

DA SILVEIRA, A.D.M.; LANZANA, A.P.; BARROS, L.A.B. de C. e FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372, outubro / novembro / dezembro, 2004.

DA SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A. e SILVEIRA, H.P. Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. IV Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho, anais, 2004.

DA SILVEIRA, A.D.M.; LEAL, R.P.C.; DA SILVA, A.L.C. and BARROS, L.A. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Social Science Research Networks**, junho, 2007.

DE SIQUEIRA, T.V. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, março, 2000.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 375-33, junho, 1983.

———. The emerging theory of the firm. **Acta Universitatis Upsaliensis. Studia Oeconomiae Negotiorum** 33. 55 pp. Uppsala. Datapage International Ltd, Ireland, 1992.

DEMSETZ, H. and LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, dezembro, 1985.

DEMSETZ, H. and VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, pp. 209-233, 2001.

DENIS, D.K. and McCONNEL, J.J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, março, 2003.

DERWALL, J. and VERWIJMEREN, P. Corporate governance and the cost of equity capital: evidence from GMI's governance rating. **European Centre for Governance Engagement**, research note, janeiro, 2007.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A. and STULZ, R.M. Why are foreign firms listed in US worth more? **Journal of Financial Economics**, v. 71, n. 2, pp. 205-238, 2004.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A.; LINS, K.V.; MILLER, D.P. and STULZ, R.M. Private benefits of control, ownership, and cross-listing decision. **European Centre for Governance Engagement**, working paper n. 77, 2005.

D'ORIO, G. and KNUDSEN, T.T. Growth and corporate governance in transition economies: an adaptation of Ramsey model. Disponível no site www.ssrn.com, janeiro, 2001.

DROBETZ, W. and SCHILLHOFER, A. and ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. **WWZ/Department of Finance**, working paper n° 2, Janeiro, 2003.

DURNEV, A. and KIM, H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. University of Michigan working paper, tuck-JQFA Contemporary corporate governance issues conference, 2, 2003. Disponível no site www.ssrn.com em dezembro de 2004. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, junho, 2005.

DYCK, I.J.A. and ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. **Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, abril, 2004.

EID Jr., W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **RAUSP**, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

ESTRADA, J. The cost of equity in emerging markets: a downside risk approach, **Emerging Markets Quarterly**, Fall, 2000.

FAMA, E. and JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, junho, 1983.

FOSS, N.J. Capabilities and the theory of the firm. **Working paper n 96-8, Danish Research Unit for Industrial Dynamics - DRUID**, junho, 1996.

FRANKS, J. and MAYER, C. Corporate control: a comparison of insider systems and outsiders systems. **London Business School**, working paper, 1994.

FÜERST, O. and KANG, S-H. Corporate governance, expect operating perform, and pricing. **Social Science Research Networks**, Janeiro, 2000.

FUNCHAL, J.A. e TERRA, P.R.S. Remuneração de executivos, desempenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração, 2006, Salvador – BA. Anais Eletrônicos... Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

GITMAN, L.J. Gitman, Princípios de Administração Financeira – 7a edição, Ed. Harbra, 1997.

GLEASER, E.; JOHNSON, S. and SHLEIFER, A. Coase versus the coasians. **Quarterly Journal of Economics**, v. 116, n. 3, p. 853-899, agosto, 2001.

GOMPERS, P.; ISHII J. and METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, 118(1), p. 107-155, 2003.

GORGA, É. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, outubro a dezembro, 2004.

GORTON, G. and SCHMID, F. Universal banking and the performance of german firms. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, janeiro, 29-80, 2000.

GUIMARÃES, S. e NESS JR., W.L. Desempenho relativo de ações ordinárias e preferenciais. In: 1º Encontro Nacional de Finanças, São Paulo, 2001.

GUTIERREZ, L.H. and POMBO, C. Corporate valuation and governance evidence from Colombia. Inter-American Development Bank. **Research Network Working Paper R-518**, novembro, 2005.

HABIB, A. Information risk and the cost of capital: review of the empirical literature. Disponível no site www.ssrn.com, maio, 2005.

HALLQVIST, B. Código das melhores práticas de governança corporativa: o conselho de administração. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 2, p. 72-76, 2000.

HAIR Jr., J.F.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L. e BLACK, W.C. Análise Multivariada dos Dados, 5ª edição, Porto Alegre: Editora Bookman, 593 p., 2005.

HART, O. Firms contracts and financial structure. 1ª edição. Londres, United Kingdom: Oxford University Press, 1995.

HEINRICH, R.H. Complementaries in corporate governance: ownership concentration, capital structure, monitoring and pecuniary incentives. **Kiel Institute of World Economies**, Social Science Research Networks, fevereiro, 2000.

HERMALIN, B. and WEISBACH, M. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review of the Federal Bank of New York**, v. 9, n. 1, p. 7-36, 2003.

HIMMELBERG, C.P.; HUBBARD, G.R. and LOVE, I. Investment, protection, ownership, and the cost of capital. Research series 200205-6, National Bank of Belgium, 2002.

HIMMELBERG, C.P.; HUBBARD, R.G. and PALIA, D. Understanding the determinants of ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, pp. 353-384, 1999.

HOLDERNESS, C.G. A survey of blockholders and corporate control. **Economic Policy Review**, 2003.

HOLDERNESS, C. and SHEEHAN, D. The role of majority shareholders in public held corporations: an exploratory analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 317-347, 1988.

HÖPNER, M. Corporate Governance in transition: ten empirical findings on shareholder value and industrial relations in Germany. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. Discussion paper 01/5, outubro, 2001.

JACKSON, G. Toward a perspective on corporate governance: a comparative labour management. **Research Institute of Economy, Trade and Industry**, Japão, 2004.

JENSEN, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, maio, 1986.

———. Takeovers: their causes and consequences. **Journal of Economics Perspectives**, vol. 2, n° 1, p. 21-48, winter, 1988.

JENSEN, M.C. and FAMA, E.F. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, junho, 1983.

JENSEN, M.C. and MECKLING, W.H. A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms. **Journal of Financial Economics**, 1976 (a).

———. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 1976 (b).

KANG, J.-K. and SHIVDASANI, A. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. **Journal of Financial Economics**, v. 38, p. 29-58, 1995.

KLAPPER, L. and LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy research**, working paper n. 2818, abril, 2002.

LAMEIRA, V. de J. A estrutura de capital das S.A., Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 212p., 1ª edição, 2001a.

———. Governança Corporativa, Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 98 p., 1ª edição, 2001b.

———. Uma revisão sobre a economia brasileira e o mercado financeiro após o Plano Real: as mudanças e a evolução do mercado de capitais entre 1995 e 2002. **Revista Contabilidade e Finanças**, n. 35, p. 96-110, maio/agosto 2004.

———. Mercado de Capitais, Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 267 p., 2ª edição, 2003.

LAMEIRA, V. de J.; MACEDO SOARES, T.D.L. v A. de e NESS JR., W.L. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **RAUSP**, v. 42, n. 1, janeiro / fevereiro / março, 2007.

LAMEIRA, V. de J.; NESS JR., W.L.; MOTTA, L.F.J. da. Governança corporativa: existem evidências empíricas de impactos no β e D- β ? In: 5º Encontro Nacional de Finanças, São Paulo, 2005.

LANE, C. Institutional transformation and system change: changes in corporate governance of germen corporations. Institut für Höhere Studien (IHS), junho, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. and SHLEIFER, A. Law & finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

———. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 717-738, abril, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. and VISHNY, R. Investor protection & corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

———. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, julho, 1997.

LEAL, R.P.C. Três desafios para as aberturas de capital. In: Finanças Corporativas. São Paulo: Editora Atlas, 180p., 2001.

———. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, outubro / novembro / dezembro, 2004.

LEAL, R.P.C.; CASTRO, V. e DA SILVA, A.C. Governança no Brasil e no mundo. Rio de Janeiro: Ed. E-papers, 2002.

LEAL, R.P.C. and DA SILVA, A.L.C. Corporate governance, value and dividend payout in Brazil and Chile. **Inter-American Development Bank. Research Network**, Working Paper R-516, outubro, 2005.

LEAL, R.P.C.; DA SILVA, A.C. e VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 07-18, 2002.

LEAL, R.P.C. and OLIVEIRA, C. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance**, v. 2, n. 3, p. 21-25, 2002.

LEITE, A.D. Crescimento econômico: a evidência estatística mundial. In: O novo governo e os desafios do desenvolvimento. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 781p., 2002.

LODI, J.B. Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Campus, 190p., 2000.

MAFRA, M.A.F. e NESS Jr, W.L. O relatório da administração no Brasil: peça de informação ou de ficção? **Revista de Economia e Administração**, v. 1, n. 2, p. 1-18, abril / maio / junho, 2002.

MAHER, M. and ANDERSSON, T. Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. In: RENNEBOOG, L.; MCCAHERY, J.; MOERLAND, P.; RAAIJMAKERS, T. (eds). Convergence and diversity of corporate governance regimes and capital markets. Oxford University Press, 2000.

MELLONE Jr, G. e SAITO, R. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 385-397, outubro / novembro / dezembro, 2004.

MELO, A. e CUNHA, G. A influência da estrutura de propriedade no retorno de mercado das empresas. In: 1º Encontro Nacional de Finanças, São Paulo, 2001.

MILGROM, P. and ROBERTS, J. Economics, organizations and management, 10ª edição, Nova Jersey, Prentice Hall, Inc., 1998, 621 p, 1998.

MORCK, R.; SHLEIFER, A. and VISHNY, R.W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MORCK, R. Behavioral finance in corporate governance – independent directors and non-executive chairs. Discussion-paper - Harvard Institute of Economic Research, maio, 2004

MURPHY, K. Executive compensation. In: Orley Ashenfelter, and David Cards, eds.: **Handbook of Labor Economics**, North Holland, 1999.

NENOVA, T. How to dominate a firm with valuable control? dual class firms around the world: regulation, security-voting structure, and ownership patterns. World bank – policy unit. **Social Science Research Networks**, setembro, 2007.

NESTOR, S. and THOMPSON, J.K. Corporate governance patterns in OECD economies: is convergence under way? Disponível no site www.ssrn.com, dezembro, 2001.

OKIMURA, R.T.; DA SILVEIRA, A.D.M.; ROCHA, K.C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, p. 119-135, 2007.

PEREIRA, S. Análise da relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro. In: 24º Encontro Nacional da ANPAD, Florianópolis, 2000.

POZEN, R.C. Institutional investors: the reluctant activists. **Harvard Business Review**, p. 140-149, janeiro-fevereiro, 1994.

PROCIANOY, J.L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras; objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 34, n. 4, p. 74-84, 1994.

———. Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. In: 19º Encontro Nacional da ANPAD, Florianópolis, 1995.

PROCIANOY, J.L. e COMERLATO, G. A transferência de resultados entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo. **Revista de Administração**, v. 29, 1994.

PROCIANOY, J.L. e KRAEMER, R. Estrutura de capital: um enfoque sobre a capacidade de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo. In: LEAL, R. P. C.; COSTA JR., N.; LEMGRUBER, E. Finanças corporativas. São Paulo: Ed. Atlas, 2001.

PROWSE, S.D. Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 43-66, 1990.

RAJAN, R.G. and ZINGALES, L. Power in the theory of the firm. **Quarterly Journal of Economics**, CXIII: 387-432, 1988.

RENDERS, A. and GAEREMYNCK, A. Corporate governance and performance: controlling for sample selection bias and endogeneity. Disponível no site www.ssrn.com, março, 2006.

RIBEIRO NETO, R. e FAMÁ, R. As perspectivas para o mercado brasileiro: a governança tem valor? Porque migrar para o novo mercado. In: 1º Encontro Nacional de Finanças, São Paulo, 2001.

ROBERTS, J. and VAN DEN STEEN, E. Shareholders interests, human capital investment and corporate governance. Disponível no site www.ssrn.com, abril, 2000.

ROCCA, C.A. Soluções para o desenvolvimento do Mercado de capitais brasileiro. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 175 p., 1ª edição, 2001.

RODRIGUES, J.M. Remuneração e competências: retórica ou realidade?. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, Minas Gerais, v. 46, p.23-46, ed. Especial, 2006.

SAITO, R. Differential pricing of equity classes, majority control and corporate governance: evidence from the Brazilian market. In: 24º Encontro Nacional da ANPAD, Florianópolis, 2000.

———. Share repurchase rules and expropriation of minority shareholders: evidence from Brazil. In: 25º Encontro Nacional da ANPAD, Campinas, 2001.

SAITO, R. e DUTRA, M.G. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 9-27, maio a agosto, 2002.

SCHIEHLL, E. and DOS SANTOS, I.O. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. **RAUSP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 373-384, outubro / novembro / dezembro, 2004.

SCHNEIDER, J. Material de aula de teoria de carteiras. Rio de Janeiro, PUC-Rio, janeiro, 2006.

SCHORRENBERGER, A. e PROCIANOY, J.L. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.

SHLEIFER, A. and VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, junho, 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil dos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, junho, 1998.

SIMON, H. Administrative behavior. **The Free Press**, New York, NY, 4ª edição, 1997.

SOARES, K. e PROCIANOY, J.L. O perfil de endividamento das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo após o Plano Real. In: 24º Encontro Nacional da ANPAD, Florianópolis, 2000.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa; um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. In: 2º Encontro Nacional de Finanças, Rio de Janeiro, 2002.

STULZ, R.M. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, 25-54, 1988.

STULZ, R.M. Globalization of equity markets and cost of capital. Ohio State University, Working paper, NBER paper 7021, 1999.

TERRA, P.R.S. e LIMA, J.B.N. de. Governança Corporativa e a Reação do Mercado de Capitais às Informações Financeiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 4, p. 35-49, 2006.

VALADARES, S. Três ensaios sobre o mercado por controle corporativo no Brasil – Tese de Doutorado em Economia, Departamento de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1998.

VALADARES, S. and LEAL, R.P.C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, 2000.

VENKATRAMAN, N. and RAMANUJAM, V. A note on the dimensionality of the firm financial performance construct using accounting, market, and subjective measures. **Journal of Management**, v. 13, n. 1, p. 109-122, 1987.

WEISBACH, M. and REESE Jr., W. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the US, and subsequent equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 66, pp. 65-104, 2002.

WILLIAMSON, O. Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications. 1ª edição. **The Free Press**, 286 p., 1975.

YAFEH, Y. and YOSHA, O. Large shareholders and banks: who monitors and how? Jerusalem, Israel: Hebrew University, 1996.

ZHOU, L.W.Q. Do investors really value corporate governance. Evidence from Hong Kong market. Disponível no site www.ssrn.com, dezembro de 2005.

Apêndices

Apêndice 1 – Conceitos centrais

Para um melhor entendimento da natureza do problema e dos desenvolvimentos teóricos que suportam a pesquisa, alguns conceitos centrais precisam estar claramente definidos e se encontram relacionados a seguir:

Board of directors: denominação na língua inglesa do conselho de administração, que é o órgão administrativo mais importante das empresas, sendo formado por conselheiros. Vários aspectos relacionados com o conselho de administração, como seu tamanho, independência e composição, se tornaram focos de interesses dos estudos sobre governança corporativa.

Custo de agência: é um dos custos de gerenciamento, possível de se incorrer para a realização de uma atividade em um ambiente empresarial. Representa os custos financeiramente ocorridos em função da separação do controle e da propriedade nas empresas. Na prática, entende-se como os custos referentes ao fato de os administradores não perseguirem os interesses dos acionistas, procurando viabilizar, em primeiro lugar, seus próprios interesses pessoais.

Disclosure: denominação dada à política de transparência a respeito das informações financeiras, societárias e gerenciais, que deve ser posta em prática pelas companhias abertas.

Ebit-to-sales ratio: medida de desempenho obtida pela razão entre o valor do lucro operacional da empresa e o valor de vendas líquidas.

Endogeneidade: é um problema relevante, existente nos estudos sobre governança corporativa, necessário de ser contornado, de modo a não se gerarem análises e conclusões distorcidas. A magnitude do problema se deve ao fato de a maioria dos estudos relacionados ao tema utilizarem o método das regressões lineares simples e múltiplas. Nesse método, assume-se como premissa que as variáveis independentes, sobre as quais se deposita a esperança de possuírem um bom poder explanatório a respeito da variável dependente, sejam exógenas em relação a essa variável dependente. O caráter exógeno se daria se as variáveis

independentes explicassem a dependente sem que houvesse um efeito de explicação no sentido contrário. O efeito no sentido contrário é denominado causalidade reversa e significa que tanto a variável independente pode explicar a dependente quanto o contrário. Um bom exemplo pode ser: uma empresa que tenha melhorado suas práticas de governança pode ter, em decorrência, atraído a procura de um maior número de investidores e aumentado seu valor de mercado. Contudo, a empresa pode ter tido um movimento de aumento de valor de mercado com o ingresso de novos investidores, e esse processo pode ter provocado a melhoria das práticas de governança.

A endogeneidade presente nos estudos que relacionam a governança ao desempenho ou valor também pode se revestir de caráter de relação espúria. Nessa relação assume-se que um mecanismo de governança ou uma característica de sua estrutura de controle e propriedade pode ser a causa de um melhor desempenho, por exemplo. Porém, pode ocorrer que uma variável não observada seja a real causa do melhor desempenho, e que a relação entre a melhoria da governança e melhor desempenho possa ter ocorrido em função de uma relação espúria entre essas variáveis. Assim, mesmo que estas não possuam relação de causa e efeito, pode-se, *a priori*, assumir erradamente tal entendimento.

A respeito das relações espúrias, Himmelberg *et al.* (1999) apresentam um exemplo que ilustra a situação: uma empresa com grande poder de mercado e geradora de grandes lucros pode fazer com que a participação dos administradores no capital social cresça devido às premiações que recebem em ações. Assim, poder-se-ia supor que uma característica da estrutura de propriedade (percentual de participação dos administradores no capital social) estivesse associada a um melhor desempenho da companhia, se não se observasse a importância do poder de mercado que a companhia possui como variável que interage nesse processo. Assim, o que se relaciona com o melhor desempenho é o crescente poder de mercado da companhia, e não a elevação do percentual de ações que os administradores possuem. Dessa forma, a possível relação de causa e efeito entre o percentual de ações dos administradores e melhor desempenho é, na verdade, uma relação espúria advinda da endogeneidade existente nos estudos que relacionam governança e desempenho ou valor, por exemplo.

Enforcement: denominação dada à aplicação dos dispositivos legais e regulamentares estabelecidos para vigorarem no mercado. As ações de

enforcement podem ser efetuadas apenas por iniciativa do órgão regulador (no Brasil, a CVM), no sentido de fiscalizar o cumprimento dos dispositivos regulamentares, ou o descumprimento de alguma lei, instrução reguladora, princípio ou norma legal por parte de algum agente do mercado.

Governança corporativa: é o conjunto de normas e regras postas em prática pela alta administração das empresas, que estão relacionadas com o processo decisório e que promovem a criação de um ambiente organizacional de maior controle dos riscos operacionais e financeiros. As práticas de governança permitem a diminuição dos problemas de agência e de outros conflitos de interesses, além de possibilitarem aos investidores e *stakeholders* maior transparência dos atos societários, aumento do *compliance* e da responsabilidade por parte dos administradores.

Market-to-sales ratio: medida de desempenho obtida pela razão entre o valor de mercado da empresa e o seu valor de vendas líquidas.

Níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC): denominam-se NDGC os níveis de governança existentes no espaço de negociação de ações criado pela Bovespa em 26.6.2001. Nesse novo espaço de negociação existem três níveis de governança, diferenciados entre si pela existência de um maior nível de exigências. Assim, o nível de menor exigência é o Nível 1, passando para o Nível 2 e posteriormente para o Novo Mercado.

Payout: representa o percentual do lucro líquido que a companhia decide pagar para os investidores sob a forma de dividendos.

Programa de DR: entende-se por programa de *DR* (*Depositary Receipts*) um conjunto de medidas legais e operacionais que criam a possibilidade de uma empresa estrangeira ter recibos de suas ações negociados em mercados de capitais estrangeiros. Tais recibos são lastreados nas ações das empresas, que ficam custodiadas em um banco brasileiro, estando indisponíveis para negociação no mercado estrangeiro. Os programas de *ADR* são estabelecidos para negociação no mercado de capitais norte-americano.

Shareholders: denominação dos acionistas das empresas que podem ter preferência no recebimento de dividendos ou possuem representatividade de voto nas assembleias gerais e que, portanto, determinam as principais decisões referentes à corporação, como aprovação das demonstrações financeiras, eleição

dos administradores, decisão sobre pagamento de dividendos ou emissões de novas ações ou debêntures.

Tobin's Q: medida de valor obtida a partir da razão entre o valor de mercado dos ativos e o valor de reposição dos ativos. Porém, como não existe uma referência de valor de mercado para a dívida da empresa, optou-se pela utilização de outros indicadores.

Apêndice 2 – Racionalidade e critérios utilizados para a elaboração do índice de governança corporativa

A – Estrutura de propriedade e controle

Questão 1 – O percentual das ações com direito a voto do controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações da companhia?

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – Assumiu-se que quando o controlador, ou grupo controlador, possui uma grande quantidade de ações que não têm poder de voto, mas têm direitos ao fluxo de caixa, as chances de esse controlador expropriar os minoritários diminuem, pois também experimentaria os efeitos dessa ação. Além disso, essa questão se relaciona com o grau de concentração dos direitos de propriedade, e em relação a esse quesito existem evidências no sentido de que o aumento da concentração está negativamente relacionado com o valor da empresa, conforme evidenciou Da Silva (2003).

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas em que o controlador tenha um percentual do capital total, igual ou maior do que o percentual de ações ordinárias. Quando a empresa somente emitiu ações ordinárias, o percentual de ordinárias do controlador é igual ao do capital total, sendo conferido um ponto para a companhia. Os dados foram coletados junto aos IAN contidos no sistema de informações DIVEXT disponibilizado pela CVM ao público em sua página da Internet.

Questão 2 – A percentagem de ações não votantes é menor que 20% do total do capital?

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – Empresas com um elevado percentual de ações sem direito a voto possuem grande separação entre propriedade e controle, o que se encontra

negativamente relacionado com o desempenho e valor das empresas. De acordo com a lei societária brasileira, podem-se controlar companhias abertas possuindo pouco mais de 16,7% do seu capital total. Assim sendo, assumiu-se que empresas com percentual menor que 20% de ações sem direito a voto possuem uma pequena separação entre propriedade e controle e, em decorrência, uma menor possibilidade de expropriação do acionista minoritário.

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas em que o percentual de ações preferenciais fosse menor que 20% do capital total. Assim sendo, quando a empresa somente possui ações ordinárias também se confere um ponto para a companhia. Os dados foram obtidos junto aos IAN contidos no sistema de informações DIVEXT disponibilizado pela CVM ao público em sua página da Internet.

Questão 3 – A empresa não tem estrutura piramidal de controle ou o controle é direto.

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – A existência de estruturas de controle indiretas está negativamente associada ao valor das empresas em pesquisa realizada na Ásia, em mercados emergentes e no Brasil, como reportam Leal e Da Silva (2005). O efeito é ampliado pela existência de estruturas de propriedade contendo um percentual significativo de ações sem direito a voto. Além disso, empresas sem estrutura piramidal de controle possibilitam maior visibilidade da identidade do seu controlador e da forma como este influencia as decisões corporativas, proporcionando ao minoritário uma melhor percepção da possibilidade que o minoritário terá de organizar ações ativistas em defesa de seus direitos, caso seja necessário.

Critério para pontuação – Conferiu-se um ponto para as empresas em que somente existe a abertura de um subnível para qualquer um dos investidores que aparecem na lista de acionistas com mais de 5% do capital da empresa no formulário IAN. Admite-se, portanto, que o investidor da empresa possa ser uma empresa de participação que no momento seguinte divulgue a lista de seus acionistas controladores. Os dados foram obtidos junto aos IAN contidos no sistema de

informações DIVEXT disponibilizado pela CVM ao público em sua página da Internet.

Questão 4 – Observando o estatuto da companhia, pelo menos uma das afirmativas é verdadeira: a) cada ação vale um voto?; b) as ações preferenciais têm direito de voto em decisões importantes da companhia?

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – Assume-se que empresas que somente possuem ações ordinárias ou companhias nas quais os acionistas com ações preferenciais tenham direito a voto em decisões importantes promovem um menor distanciamento entre propriedade e controle, o que está diretamente relacionado com o desempenho e o valor da empresa. Para exemplificar algumas das situações na quais o acionista detentor de ações preferenciais pode ganhar direito a voto, podem ser citadas as condições dispostas no contrato de inserção de qualquer empresa no Nível 2 de governança da Bovespa. Assim, o acionista que possui ações preferenciais tem direito a voto: (a) em situações de transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; (b) em situações de aprovação de contratos, deliberados em assembleia geral por disposição legal ou estatutária, a serem celebrados entre a companhia e o acionista controlador, diretamente ou por meio de terceiros, ou ainda por meio de outras sociedades nas quais o acionista controlador tenha interesse; (c) em ocasiões nas quais exista a necessidade de aprovação de laudo de avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da companhia; (d) na escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, caso exista a intenção de se promover a venda do controle societário ou emissão de novas ações; e (e) em momentos em que se delibere sobre a alteração ou revogação de dispositivos estatutários que se relacionem com o exercício do voto nos termos em vigor.

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas que emitiram somente ações ordinárias; ou para empresas nas quais exista pelo menos uma das condições de voto mencionadas anteriormente para os acionistas detentores de ações preferenciais. Confirma-se a existência da possibilidade do exercício do direito de voto no estatuto social da empresa. As informações relativas a esse

questo foram obtidas nos IAN contidos no sistema de informações DIVEXT da CVM, disponível ao público no *site* da autarquia na Internet.

B – Nível de *disclosure* das informações e benefícios privados de controle

Questão 5 – A companhia tem demonstrações em US-GAAP ou IAS-GAAP?

Origem – Artigo “Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets”, de Klapper e Love, 2002.

Racionalidade – Entende-se que a publicação das demonstrações financeiras em padrões internacionais é uma prática de *disclosure* relevante para os investidores estrangeiros, pois possibilita a comparação do desempenho e dos números das companhias abertas brasileiras com as informações relativas às demais empresas com ações negociadas nos principais mercados internacionais. Além disso, a divulgação das informações contábeis em mais de um padrão torna possível a verificação da existência de alguma mudança significativa desses resultados ou de alguns indicadores econômicos e financeiros da companhia em face do padrão contábil utilizado.

Critério para pontuação – Foi atribuído um ponto para as empresas que divulgaram os balanços em padrão contábil internacional. Assim, todas as empresas que têm programas de *ADR* obtiveram pontuação, pois necessitam compatibilizar os resultados contábeis obtidos no padrão nacional com os padrões contábeis americanos e disponibilizam tais informações no formulário 20-F, possível de ser acessado no *site* da *SEC*. As informações referentes a esse quesito foram ratificadas junto aos dados de companhias com *ADR*, colhidos no *site* www.cvm.gov.br, da CVM, e no *site* www.adr.com, do banco J. P. Morgan.

Questão 6 – A companhia não apresenta contrato de mútuo nem utiliza a rubrica lucros acumulados como reserva de lucros sem ter *disclosure* da existência de orçamento de capital como destinação desses recursos.

Origem – Elaborada pelo próprio autor.

Racionalidade – Os contratos de mútuos são assumidos nesta pesquisa como operações financeiras realizadas em condições não existentes no mercado, quer seja pelo prazo muitas vezes indefinido; pelas taxas de juros praticadas; ou pelas

condições geralmente indeterminadas de tempo de retorno do investimento; inexistência de encargos; ou pela falta de maior transparência dessas operações. Tais operações impõem um afrouxamento nas exigências de desempenho dos tomadores de recursos, o que possivelmente se traduz em menores retornos. Além disso, essas transações diminuem o caixa disponível das empresas ofertantes dos recursos decrescendo sua capacidade de aproveitar as oportunidades de investimento de curto prazo ou mesmo afetando a capacidade de pagamento de dividendos.

Por outro lado, a utilização da rubrica lucros acumulados como reserva de lucros fere a lei corporativa nacional, contraria as boas normas contábeis e distorce o volume de recursos a ser destinado nas assembléias gerais. Portanto, tais práticas diminuem a transparência da gestão e a qualidade das demonstrações contábeis apresentadas pela companhia, denotando uma falha de gestão corporativa.

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas que não apresentam contratos de mútuo ou retenção de lucros na rubrica de lucros acumulados. As informações referentes a esse quesito foram obtidas nas DF que se encontram no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público.

C – Auditoria e conselho fiscal

Questão 7 – A auditoria é feita por uma das cinco maiores empresas de auditoria em atividade no Brasil?

Origem – Adaptada a partir do artigo “Corporate governance and value in Brazil and Chile”, de Leal e Da Silva, 2005.

Racionalidade – Assume-se que as maiores empresas possuem melhor reputação. Além disso, acredita-se que, por terem um grande número de clientes e em decorrência possuírem um fluxo de caixa maior que as concorrentes, podem ter maior independência para avaliar a adequação das DF propostas pelas diretorias das companhias abertas. No Brasil, as quatro maiores auditorias globais estavam entre as cinco primeiras do *ranking* de número de empresas cujas ações estavam listadas na Bovespa, ao longo do segundo semestre de 2006, conforme dados disponíveis no *site* da CVM. Dessa forma, optou-se por inserir mais uma auditoria

não global, a BDO Trevisan Auditores Associados, à lista das quatro maiores auditorias globais, que são a Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes, KPMG Auditores Independentes, Pricewaterhouse Coopers Auditores Independentes e Ernst & Young Auditores Independentes.

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas cujas DF foram auditadas por uma das auditorias retromencionadas. As informações referentes a esse quesito foram obtidas nos IAN que se encontram no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público.

Questão 8 – As Informações Financeiras Trimestrais (os ITRs) da companhia são entregues dentro do prazo e NÃO contêm ressalvas?

Origem – Elaborada pelo próprio autor.

Racionalidade – A entrega das informações trimestrais dentro do prazo mostra que a empresa cumpre com o disposto na Instrução CVM nº 202. Além disso, a inexistência de ressalva denota a existência de uma informação contábil de qualidade. Com isso, diminuem os riscos de ocorrerem grandes distorções nos dados disponibilizados ao público, possibilitando-se aos investidores o acesso a informações consistentes e fidedignas dentro do prazo estipulado pela CVM.

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas cujas informações trimestrais tenham sido entregues dentro do prazo e sem ressalvas por parte dos auditores. As informações referentes a esse quesito foram obtidas nos IAN que se encontram no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público.

Questão 9 – A sociedade NÃO teve parecer de auditoria com discordância de opinião ou ressalva nas suas demonstrações financeiras (DF).

Origem – Adaptada do questionário de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa elaborado pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – A inexistência de ressalva ou discordância de opinião nos pareceres de auditoria contidos nas demonstrações financeiras anuais das companhias representa uma garantia de que as informações ali presentes representam adequadamente a situação patrimonial e financeira da companhia. Assim sendo, os investidores têm dados confiáveis para trabalharem em suas

análises prospectivas e promover comparações entre empresas de diversos países com segurança.

Critério para pontuação – As companhias cujos pareceres de auditoria não contiveram ressalva ou discordância de opinião receberam um ponto. Esses dados foram obtidos nas demonstrações financeiras contidas no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público no *site* da autarquia na Internet.

Questão 10 – A empresa tem conselho fiscal permanente?

Origem – Artigo “Corporate governance and value in Brazil and Chile”, de Leal e Da Silva, 2005.

Racionalidade – Empresas nas quais o conselho fiscal é permanente possuem um nível a mais de controle sobre possíveis atos de expropriação ou de abuso de poder por parte da administração. Nesse sentido, a constituição de um conselho fiscal permanente possibilita a qualquer conselheiro o acesso às informações referentes aos negócios realizados pela companhia. Portanto, sua existência contínua diminui o risco de expropriação do minoritário e melhora a percepção de segurança do ambiente de negócios corporativo, sendo, por isso, considerada uma boa prática de governança corporativa.

Critério para pontuação – As companhias cujos IAN continham informações referentes à existência de conselho fiscal permanente, sendo essa observação ratificada por disposição nesse sentido, contida no estatuto social, obtiveram um ponto. Tanto os IAN quanto os estatutos sociais foram acessados por meio do sistema de informações DIVEXT disponível no *site* da CVM na Internet.

D – Conselho de administração e política de remuneração

Questão 11 – Os administradores têm participação nos lucros?

Origem – Adaptada do questionário de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa elaborado pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – Administradores com participação nos resultados têm maior incentivo para buscarem maior eficiência na gestão da empresa. Dessa forma, entende-se que a participação dos administradores no lucro gerado pela sociedade

é uma boa prática de governança corporativa, pois possibilita o alinhamento dos interesses dos administradores com os dos acionistas.

Critério para pontuação – As companhias cujos IAN continham informações referentes à participação dos administradores no lucro da sociedade obtiveram um ponto. Os IAN foram acessados por meio do sistema de informações DIVEXT disponível no *site* da CVM na Internet.

Questão 12 – A empresa tem mais de 50% de conselheiros independentes, conforme reporta o IAN?

Origem – Artigo “Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets”, de Klapper e Love, 2002, e artigo “Does corporate governance predict firms’ market values? Evidence from Korean”, de Black *et al.*, 2006.

Racionalidade – Diversos códigos de governança existentes pelo mundo, e em particular os códigos da CVM e do IBGC, contêm disposições no sentido de que o aumento de conselheiros independentes deve promover maior e melhor controle da gestão, além de possibilitar maior eficiência do conselho no cumprimento de suas atribuições. Observou-se que a maioria dos conselhos das companhias abertas componentes da amostra pesquisada tem representantes indicados pelo controlador. Assumiu-se essa indicação como fator de ausência de independência do conselheiro, em vista de não se acreditar que este possa divergir da opinião do controlador em situações relevantes que possam vir a ser analisadas pelo conselho.

Critério para pontuação – As companhias cujos IAN continham informações referentes à existência de mais de 50% de conselheiros não eleitos pelo controlador obtiveram um ponto. Essas informações foram obtidas junto ao sistema de informações DIVEXT disponível no *site* da CVM na Internet.

Questão 13 - O conselho tem entre cinco e nove membros?

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – O IBGC assume como boa prática de governança que o número de conselheiros se situe entre cinco e nove membros. Entende o referido instituto

que a existência de um pequeno número de conselheiros pode impor limitações na capacidade de estes cumprirem com suas atribuições, e que um grande número de conselheiros poderia promover uma forma de atuação mais dispersa e menos eficiente.

Critério para pontuação – As empresas cujos conselhos detinham um número de membros no intervalo aberto compreendido entre cinco e nove membros receberam um ponto. Esses dados foram obtidos nos IAN contidos no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público no *site* da autarquia na Internet.

Questão 14 – Presidente do conselho NÃO é diretor ou controlador da empresa?

Origem – Adaptado do artigo “Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets”, de Klapper e Love, 2002.

Racionalidade – Os códigos de governança da CVM e do IBGC recomendam que pessoas distintas ocupem os cargos de diretor ou presidente da companhia, pois o acúmulo de funções diminuiria a independência do conselho e afetaria a capacidade de supervisão da gestão da empresa. Ampliou-se o conceito disposto nos códigos mencionados ao se incluir como fator limitador desse controle a presença do controlador da empresa no referido conselho. Assume-se que a participação do controlador, além de limitar o controle da gestão, também promove a diminuição da independência do conselho. Assume-se que a queda na supervisão da gestão também pode ocorrer devido ao fato de diversos controladores estarem diretamente ligados às atividades executivas das empresas que controlam.

Critério para pontuação – Conferiu-se um ponto para as empresas nas quais o cargo de presidente do conselho não fosse ocupado pelo controlador, familiar ou pelo presidente da companhia. As informações relativas a essa questão foram coletadas junto aos IAN contidos no sistema de informações DIVEXT disponibilizado pela CVM ao público em sua página da Internet.

Questão 15 – A empresa possui qualquer tipo de comitê evidenciado em seus documentos societários ou em seu *website*?

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – A constituição de comitês é uma prática de governança relevante nas companhias abertas, pois possibilita uma maior eficiência no controle a ser exercido. Essa prática deve proporcionar à companhia uma melhor discussão da política de negócios mais adequada à empresa (no caso de comitês consultivos); melhor forma de contabilização das transações realizadas; melhor a condução dos trabalhos de auditoria e melhor relacionamento dos auditores externos ou internos com os gestores (no caso de comitês de auditoria) e uma política de incentivos mais adequada (comitê de remuneração), entre outros.

Critério para pontuação – As companhias cujos estatutos sociais continham informações referentes à constituição, ou mesmo à possibilidade de serem constituídos comitês por parte dos conselhos de administração, obtiveram um ponto. Os IAN e os estatutos sociais foram acessados por meio do sistema de informações DIVEXT disponível no *site* da CVM na Internet.

Questão 16 – O diretor financeiro não é diretor de relações com investidores?

Origem – Adaptado do artigo “Governança corporativa: existem evidências empíricas de impacto no β e D- β ?”, de Lameira, 2005.

Racionalidade – A expectativa é de que as empresas com diretores de relação com investidores com funções independentes das pertinentes ao cargo de diretor financeiro tenham melhor *disclosure* de suas informações e promovam um atendimento mais rápido e eficiente às demandas dos investidores. Assume-se que a diferenciação dos cargos deve promover melhor venda da empresa, sendo uma prática de governança que deve diferenciar as empresas dos mercados emergentes. Assume-se que, ao longo do processo de integração dos mercados de capitais emergentes ao mercado global, as empresas dos mercados emergentes deverão seguir as práticas de relacionamento com investidores desenvolvidas pelas corporações que já possuem uma atuação global. Entende-se que a divisão das funções pode ser um fator catalisador de uma futura participação do investidor em decisões corporativas por meio de voto por *e-mail*, além de poder estimular

precocemente uma maior utilização de serviços de *proxy-reports*. Além disso, a separação de cargos pode permitir uma maior integração do investidor com a empresa em vista da existência de relacionamentos mais constantes. Isso pode permitir o aumento da participação dos investidores na vida societária, melhorando a divulgação da imagem e dos números corporativos, e assim afetando positivamente o desempenho e o valor da companhia.

Critério para pontuação – Conferiu-se um ponto para as empresas em que as atribuições do diretor de relações com investidores não fossem acumuladas com as funções de diretor financeiro. As informações referentes a esse quesito foram obtidas nos IAN que se encontram no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público.

E – Relacionamento com investidores

Questão 17 – A sociedade tem investidor institucional com mais de 5% do capital da empresa?

Origem – Adaptado do artigo “Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets”, de Klapper e Love, 2002.

Racionalidade – A existência de acionista institucional com participação relevante no capital da empresa diminui a possibilidade de expropriação dos minoritários em vista de esse investidor ter condições de impor um controle maior sobre a administração. Assim, entende-se que se deva incluir como um quesito diferenciador da qualidade da governança da empresa a existência de um investidor institucional entre os acionistas da empresa. Assumiu-se que essa participação deve ser de um montante superior a 5% do capital social da empresa, de forma que se possa admitir que a atuação desse acionista seja a de um agente ativo no controle das operações societárias.

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas que possuíam investidor institucional com participação igual ou superior a 5% do capital total da empresa. Assumiu-se que as empresas com investidores institucionais que fossem acionistas minoritários e não participantes do grupo de controle ganhariam um ponto. Dessa forma, somente não foi atribuído ponto aos investidores institucionais que fossem controladores da empresa ou que não detivessem uma participação maior ou igual a 5%. As informações referentes a essa questão foram

obtidas nos IAN que se encontram no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público.

Questão 18 – A empresa NÃO teve problemas com investidores na CVM nos últimos cinco anos, NEM esteve inadimplente na entrega de informações OU teve de refazer suas demonstrações financeiras?

Origem – Adaptado do artigo “Corporate governance and value in Brazil and Chile”, de Leal e Da Silva, 2005.

Racionalidade – Assumiu-se que o fato de as empresas não terem tido problemas com investidores registrados na CVM, nos cinco anos anteriores ao ano investigado; nem terem estado inadimplentes na entrega das informações; ou não terem sido obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras denota que tais empresas cumpriram as exigências legais mínimas assumidas de uma companhia aberta.

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas que não tiveram problemas com investidores, nem estiveram inadimplentes ou necessitaram refazer suas demonstrações financeiras no período investigado. As informações referentes a essa questão foram obtidas por meio de investigação em registros de problemas societários, disponíveis no *site* da CVM na Internet.

Questão 19 – A companhia tem mais de 25% de suas ações em *free-float*?

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – A existência de um *free-float* acima de 25% do total de ações emitidas pela companhia identifica um compromisso em aumentar a liquidez dos negócios envolvendo as ações da companhia em bolsa de valores. Assumiu-se que a existência de liquidez é uma importante preocupação das empresas que atentam para a melhoria de suas práticas de governança, pois essa variável de mercado está negativamente relacionada com a concentração da propriedade e positivamente relacionada com o valor da empresa, conforme evidenciaram Leal e Da Silva (2005).

Critério para pontuação – Atribuiu-se um ponto para as empresas que possuíam mais de 25% das ações disponíveis para negociação no mercado. As informações

referentes a esse quesito foram obtidas nos IAN que se encontram no sistema de informações DIVEXT da CVM disponibilizado ao público.

Questão 20 – A empresa oferece *tag alog* além do exigido pelo dispositivo legal?

Origem – Critério de escolha da empresa com melhores práticas de governança corporativa promovido pelo IBGC em 2005 – Prêmio IBGC de governança corporativa de 2005.

Racionalidade – A extensão da possibilidade de os investidores minoritários, detentores de ações ordinárias, receberem um percentual maior do valor ofertado pelo controle da empresa, do que o definido por lei (80%); ou a possibilidade de os acionistas com ações preferenciais passarem a ter direito de vender suas ações ao novo controlador da empresa, por um percentual do valor ofertado para a aquisição da empresa, são situações que ampliam os direitos de propriedade dos investidores minoritários conferidos originalmente pela lei societária brasileira.

Critério para pontuação – As empresas com *tag along* diferenciado obtiveram um ponto nesse quesito. As informações referentes a essa questão foram obtidas junto ao *site* da Bovespa na seção relativa às empresas, no quesito “investidores”, cujo subitem é “empresas com *tag-along*”. Tal procedimento foi relevante para a obtenção de dados fidedignos relacionados a esse item, pois diversas companhias estendem esse direito aos minoritários ordinaristas e/ou preferencialistas, mas tal informação não se encontra no estatuto social da empresa no ano em que ocorreu o evento que deliberou a respeito dessa prática.

Apêndice 3 – Resumo das variáveis

Variáveis dependentes de desempenho:

ROA – Retorno dos ativos (roa) – Indicador de desempenho calculado pela razão: $EBIT \times (1 - T) / \text{Ativo Total}$ – dados dos últimos 12 meses

ROE – Retorno do capital próprio (roe) – Indicador de desempenho calculado pela razão: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido – dados dos últimos 12 meses

MTS – *Market-to-sales* (mts) – Indicador de desempenho calculado pela razão: Valor de mercado da empresa / Vendas – valor de mercado com dados de abril de cada ano e vendas com dados dos últimos 12 meses

ETS – *Ebit-to-sales* (ets) – Indicador de desempenho calculado pela razão: $EBIT / \text{Vendas}$ – dados dos últimos 12 meses

Variáveis dependentes de risco:

BETALOCAL – Beta local da empresa (betalocal) – Indicador de risco sistemático calculado pela razão: $\text{Cov}(R \text{ emp}, R \text{ IBOV}) / \text{Var IBOV}$ – dados dos últimos 60 meses anteriores a abril de cada ano

BETA S&P 500 – Beta americano da empresa (betasp) – Indicador de risco sistemático calculado pela razão: $\text{Cov}(R \text{ emp}, R \text{ S\&P}) / \text{Var S\&P}$ – dados dos últimos 60 meses anteriores a abril de cada ano

VOLAT – Volatilidade das ações (volat) – Indicador de risco obtido junto ao banco de dados da Economática – dados do trimestre anterior a abril de cada ano

IDIOS – Risco idiossincrático (idios) – Indicador de risco obtido pelo desvio padrão da diferença entre os retornos reais e os retornos obtidos pelo *CAPM* local – dados dos últimos 12 meses

WACC – Custo médio ponderado de capital (wacc) – Proxy representativa do custo implícito de capital assumido por Ashbaugh *et al.* (2004) – dados dos 12 meses posteriores ao ano

REX – Retornos excedentes das ações (rex local e rex sp) – Indicador de desempenho obtido a partir da diferença entre retornos ocorridos e retornos calculados com a aplicação do *CAPM* – dados dos últimos 12 meses

Variáveis independentes:

IGC – Índice de Governança Corporativa (igc) – Índice contendo 20 questões binárias e objetivas – dados das DF e informações anuais das empresas de cada ano.

IMOB – Índice de imobilização da empresa (imob) – Indicador calculado a partir da razão: Ativo Permanente / Ativo Total – dados do 1º ITR do ano em curso

AOP – Alavancagem operacional (aop) – Indicador calculado pela razão: $\{EBIT(t) - EBIT(t-1)\} / \{Receitas\ operacionais(t) - Receitas\ operacionais(t-1)\}$ – dados do ano em curso e do ano anterior

DE – Nível de endividamento da empresa (de) – Indicador calculado a partir da razão: Dívida Bruta / Patrimônio Líquido – dados do 1º ITR do ano em curso

TAM – Tamanho da empresa (tam) – Indicador calculado pelo logaritmo da Receita líquida de vendas – dados dos últimos 12 meses

INV – Nível de investimentos da empresa (inv) – Indicador calculado a partir da razão: Investimentos / Ativo Total – dados do 1º ITR do ano em curso

AFIN – Alavancagem financeira (afin) – Indicador calculado pela razão: $\{Lucro\ por\ ação(t) - Lucro\ por\ ação(t-1)\} / \{EBIT(t) - EBIT(t-1)\}$ – dados do ano em curso e do ano anterior

LIQ – Liquidez das ações (liq) – Indicador obtido junto ao banco de dados da Economatica – dados dos últimos 12 meses

MTBV – Índice de desempenho das ações da empresa (mtbv) – Indicador calculado a partir da razão: Valor de mercado da empresa / Valor contábil – valor de mercado com dados de abril de cada ano e valor contábil com dados do 1º ITR do ano

EXP – Tempo de experiência societária (exp) – Indicador calculado pelo logaritmo do número de meses que a empresa é companhia aberta – dados calculados até os meses de abril de cada ano

CONS – Tamanho do conselho (cons) – Indicador calculado pelo logaritmo do número de conselheiros da empresa – dados do IAN do ano

PRI – Identidade do controlador (pri) – Indicador de controle privado ou estatal – dados do IAN do ano

ADR23 – Nível do programa de *ADR* (*adr23*) – Indicador de programas de *ADR* níveis 2 ou 3 – dados do *site* www.ADR.com, marcando-se 1, se em abril do ano a empresa já possuía o programa de *ADR* Níveis 2 ou 3

N2NM – Nível de governança na Bovespa (*n2nm*) – Indicador de participação no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa – dados obtidos no *site* www.bovespa.com.br, marcando-se 1 se em abril do ano a empresa já tinha suas ações negociadas nesse mercado

N2NMADR23 – Níveis de governança e programa de *ADR* (*n2nmadr23*) – Indicador de existência de programa de *ADR* níveis 2 e 3 e participação em NDGC da Bovespa – dados obtidos no *site* www.bovespa.com.br, marcando-se 1 se em abril do ano a empresa já tinha suas ações negociadas nesse mercado

ORD – Índice de concentração das ações ordinárias (*ord*) – Indicador calculado a partir da razão: Ações ordinárias de posse do controlador / Total de ações – dados do IAN do ano

CAP – Índice de concentração do capital da empresa (*cap*) – Indicador calculado a partir da razão: Ações ordinárias e preferenciais de posse do controlador / Total de ações – dados do IAN do ano

Apêndice 4 – Lista de Tabelas

Tabela 1: IGC das empresas de 2002 a 2006

Relação das empresas em ordem alfabética com seus índices de qualidade da governança segundo os critérios definidos na seção 2.4.

Empresas	2002	2003	2004	2005	2006	Média
AMERICAN BANK NOTE					11	11
ACESITA	9	9	9	9	9	9
AES TIETE	8	9	9	7	10	8,6
ALL LOGÍSTICA				12	11	11,5
ALPARGATAS	11	13	12	11	10	11,4
AMBEV	9	9	11	10	11	10
ARACRUZ	9	9	9	9	10	9,2
BARDELLA	7	5	6	7	9	6,8
BOMBRIL	7	6	7	9	9	7,6
BRADESPAR	6	6	6	6	8	6,4
BRASIL TELECOM PART	8	9	9	9	10	9
BRASIL TELECOM	10	11	11	10	12	10,8
BRASKEM	10	10	12	12	10	10,8
CCR RODOVIAS	10	10	10	11	11	10,4
CELESC	9	11	13	12	9	10,8
CEMIG	10	11	11	11	12	11
CESP	9	10	9	10	9	9,4
COELCE	8	8	9	8	8	8,2
COMGAS	10	9	9	9	7	8,8
CONFAB	10	10	9	11	8	9,6
COPASA					15	15
COPEL	10	9	12	8	10	9,8
COPELUS	10	10	11	11	12	10,8
COSAN					10	10
COTEMINAS	11	10	8	10	11	10
CPFL ENERGIA				14	14	14
DASA				15	15	15
DURATEX	7	9	10	9	9	8,8
ELETROBRÁS	11	12	11	12	12	11,6
ELETROPAULO	8	7	8	10	9	8,4
EMAE	8	8	8	7	7	7,6
EMBRAER	11	11	11	15	15	12,6
EMBRATEL PART	7	6	9	6	9	7,4
ENERGIAS BR					13	13
EQUATORIAL					12	12
ETERNIT	12	11	11	13	14	12,2
FERBASA	11	11	11	11	9	10,6
FORJAS TAURUS	8	9	8	7	8	8
FOSFERTIL	8	8	8	9	7	8
GERDAU	10	12	12	13	11	11,6
GERDAU MET	10	10	10	10	11	10,2
GLOBEX	11	12	11	10	11	11

GOL				12	12	12
GRENDENE				11	11	11
GUARARAPES	8	9	9	9	8	8,6
INEPAR	8	7	7	7	7	7,2
IOCHP-MAXION	13	12	11	10	11	11,4
IPIRANGA DIS	8	9	8	11	13	9,8
IPIRANGA PET	6	6	8	12	12	8,8
IPIRANGA REF	7	7	9	11	13	9,4
ITAÚSA	7	7	10	10	11	9
KLABIN	8	9	11	12	11	10,2
LIGHT	10	9	8	10	11	9,6
LOCALIZA					12	12
LOJAS AMERICANAS	9	9	9	8	9	8,8
MAGNESITA	10	11	11	10	10	10,4
MARCOPOLO	8	11	10	13	14	11,2
METAL LEVE	7	9	9	8	9	8,4
NATURA				12	14	13
NET	5	9	9	8	9	8
OHL BRASIL					15	15
PÃO DE AÇÚCAR	13	11	11	9	11	11
PARANAPANEMA	8	8	10	9	10	9
PERDIGÃO	11	12	13	15	15	13,2
PETROBRAS	8	9	10	9	11	9,4
PETROQUÍMICA UNIÃO	10	10	9	9	10	9,6
PLASCAR PART	6	9	10	8	10	8,6
PORTO SEGURO				14	13	13,5
RANDON PART	10	10	11	11	11	10,6
SABESP	12	14	15	14	13	13,6
SADIA	9	8	12	12	12	10,6
SANEPAR	10	10	9	10	10	9,8
SANTISTA TÊXTIL	8	7	9	9	8	8,2
SÃO CARLOS	10	11	7	12	10	10
SARAIVA LIVREIROS	9	7	8	9	11	8,8
CIA. SIDERÚRGICA NACIONAL	12	11	12	12	12	11,8
SOUZA CRUZ	11	10	13	11	11	11,2
SUBMARINO				17		17
SUZANO PAPEL	8	12	13	11	10	10,8
SUZANO PETROQUÍMICA	12	14	14	15	13	13,6
TELE NORTE CEL	10	9	9	9	9	9,2
TELEMAR N L PART	9	9	9	10	11	9,6
TELEMAR N L	10	8	9	6	8	8,2
TELEMIG PART	8	9	9	9	7	8,4
TELESP	8	9	11	9	10	9,4
TIM PART	10	10	10	7	9	9,2
TOTVS					16	16
TRACTEBEL	7	10	15	10	14	11,2
TRANS PAULIST	5	9	9	7	9	7,8
ULTRAPAR	10	10	11	13	13	11,4
UNIPAR	10	11	10	9	8	9,6
UOL					10	10
USIMINAS	9	11	7	7	10	8,8

USINA COSTA PINTO	7	7	5	8	7	6,8
V C P	11	9	12	10	12	10,8
VALE DO RIO DOCE	14	10	12	8	9	10,6
VARIG	6	7	7	9	7	7,2
VIVAX					7	7
WEG	11	11	11	11	10	10,8
MÉDIA DA AMOSTRA	9,12	9,46	9,89	10,17	10,64	9,86
DESVIO PADRÃO	1,85	1,82	1,97	2,28	2,16	2,02

Tabela 2: IGC das empresas de 2002 a 2006

Os índices que mensuram o nível de governança praticado pelas empresas se encontram em ordem decrescente do maior para o menor índice.

Empresas	2002	2003	2004	2005	2006	Média
SUBMARINO				17		17
TOTVS					16	16
COPASA					15	15
DASA				15	15	15
OHL BRASIL					15	15
CPFL ENERGIA				14	14	14
SABESP	12	14	15	14	13	13,6
SUZANO PETROQUÍMICA	12	14	14	15	13	13,6
PORTO SEGURO				14	13	13,5
PERDIGÃO	11	12	13	15	15	13,2
ENERGIAS BR					13	13
NATURA				12	14	13
EMBRAER	11	11	11	15	15	12,6
ETERNIT	12	11	11	13	14	12,2
EQUATORIAL					12	12
GOL				12	12	12
LOCALIZA					12	12
CIA. SIDERÚRGICA NACIONAL	12	11	12	12	12	11,8
ELETRORÁS	11	12	11	12	12	11,6
GERDAU	10	12	12	13	11	11,6
ALL LOGÍSTICA				12	11	11,5
ALPARGATAS	11	13	12	11	10	11,4
IOCHP-MAXION	13	12	11	10	11	11,4
ULTRAPAR	10	10	11	13	13	11,4
MARCOPOLO	8	11	10	13	14	11,2
SOUZA CRUZ	11	10	13	11	11	11,2
TRACTEBEL	7	10	15	10	14	11,2
AMERICAN BANK NOTE					11	11
CEMIG	10	11	11	11	12	11
GLOBEX	11	12	11	10	11	11
GRENDENE				11	11	11
PÃO DE AÇÚCAR	13	11	11	9	11	11
BRASIL TELECOM	10	11	11	10	12	10,8
BRASKEM	10	10	12	12	10	10,8
CELESC	9	11	13	12	9	10,8
COPEL	10	10	11	11	12	10,8
SUZANO PAPEL	8	12	13	11	10	10,8
VCP	11	9	12	10	12	10,8
WEG	11	11	11	11	10	10,8
FERBASA	11	11	11	11	9	10,6
RANDON PART	10	10	11	11	11	10,6
SADIA	9	8	12	12	12	10,6
VALE DO RIO DOCE	14	10	12	8	9	10,6
CCR RODOVIAS	10	10	10	11	11	10,4
MAGNESITA	10	11	11	10	10	10,4
GERDAU MET	10	10	10	10	11	10,2

KLABIN	8	9	11	12	11	10,2
AMBEV	9	9	11	10	11	10
COSAN					10	10
COTEMINAS	11	10	8	10	11	10
SÃO CARLOS	10	11	7	12	10	10
UOL					10	10
COPEL	10	9	12	8	10	9,8
IPIRANGA DIS	8	9	8	11	13	9,8
SANEPAR	10	10	9	10	10	9,8
CONFAB	10	10	9	11	8	9,6
LIGHT	10	9	8	10	11	9,6
PETROQUÍMICA UNIÃO	10	10	9	9	10	9,6
TELEMAR N L PART	9	9	9	10	11	9,6
UNIPAR	10	11	10	9	8	9,6
CESP	9	10	9	10	9	9,4
IPIRANGA REF	7	7	9	11	13	9,4
PETROBRAS	8	9	10	9	11	9,4
TELESP	8	9	11	9	10	9,4
ARACRUZ	9	9	9	9	10	9,2
TELE NORTE CEL	10	9	9	9	9	9,2
TIM PART	10	10	10	7	9	9,2
ACESITA	9	9	9	9	9	9
BRASIL TELECOM PAR	8	9	9	9	10	9
ITAÚSA	7	7	10	10	11	9
PARANAPANEMA	8	8	10	9	10	9
COMGAS	10	9	9	9	7	8,8
DURATEX	7	9	10	9	9	8,8
IPIRANGA PET	6	6	8	12	12	8,8
LOJAS AMERICANAS	9	9	9	8	9	8,8
SARAIVA LIVREIROS	9	7	8	9	11	8,8
USIMINAS	9	11	7	7	10	8,8
AES TIETE	8	9	9	7	10	8,6
GUARARAPES	8	9	9	9	8	8,6
PLASCAR PART	6	9	10	8	10	8,6
ELETROPAULO	8	7	8	10	9	8,4
METAL LEVE	7	9	9	8	9	8,4
TELEMIG PART	8	9	9	9	7	8,4
COELCE	8	8	9	8	8	8,2
SANTISTA TÊXTIL	8	7	9	9	8	8,2
TELEMAR N L	10	8	9	6	8	8,2
FORJAS TAURUS	8	9	8	7	8	8
FOSFERTIL	8	8	8	9	7	8
NET	5	9	9	8	9	8
TRANS PAULIST	5	9	9	7	9	7,8
BOMBRIL	7	6	7	9	9	7,6
EMAE	8	8	8	7	7	7,6
EMBRATEL PART	7	6	9	6	9	7,4
INEPAR	8	7	7	7	7	7,2
VARIG	6	7	7	9	7	7,2
VIVAX					7	7
BARDELLA	7	5	6	7	9	6,8
USINA COSTA PINTO	7	7	5	8	7	6,8*
BRADSPAR	6	6	6	6	8	6,4

Tabela 3: Respostas SIM às perguntas do IGC

Respostas SIM para as perguntas do índice de governança ao longo dos anos de 2002 a 2006; total no período; percentual de respostas SIM dentro do total de respostas de cada pergunta e média de respostas SIM em geral.

Pergunta	2002	2003	2004	2005	2006	Total de Sim	Total Geral	%
1	9	10	10	20	29	78	431	18,10
2	7	8	9	19	27	70	431	16,24
3	55	53	52	59	68	287	431	66,59
4	9	11	11	24	33	88	431	20,42
5	30	37	37	44	44	192	431	44,55
6	42	34	35	42	48	201	431	46,64
7	76	75	78	85	95	409	431	94,90
8	36	49	46	44	43	218	431	50,58
9	70	70	72	86	95	393	431	91,18
10	30	31	37	41	41	180	431	41,76
11	48	46	49	55	60	258	431	59,86
12	5	5	4	6	5	25	431	5,80
13	53	51	51	57	57	269	431	62,41
14	37	43	48	54	62	244	431	56,61
15	22	29	34	41	54	180	431	41,76
16	21	23	30	31	31	136	431	31,55
17	40	35	40	50	56	221	431	51,28
18	74	78	77	86	97	412	431	95,59
19	66	65	67	63	70	331	431	76,80
20	9	13	14	26	34	96	431	22,27
Média de Respostas Sim por Quesito								49,74

Tabela 4: Resumo dos dados utilizados na pesquisa

Dados válidos e percentual; dados perdidos em função das transformações realizadas e percentual.

	Casos					
	Válidos		Perdidos		Total	
	N	Percentual	N	Percentual	N	Percentual
sqr igc	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
sqrord	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
logcap	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
logcons	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
logexp	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
adr23	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
n2nm	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
n2nmadr23	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
pri	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
logde	407	94,2%	25	5,8%	432	100,0%
logmtbv	414	95,8%	18	4,2%	432	100,0%
logliq	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
tam	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
imob	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
loginv	396	91,7%	36	8,3%	432	100,0%
logaop	388	89,8%	44	10,2%	432	100,0%

logafin	361	83,6%	71	16,4%	432	100,0%
sqroa	357	82,6%	75	17,4%	432	100,0%
sqrooe	363	84,0%	69	16,0%	432	100,0%
logvolat	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
logets	403	93,3%	29	6,7%	432	100,0%
logmts	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
sqrbetalocal	429	99,3%	3	,7%	432	100,0%
sqrbetasp	411	95,1%	21	4,9%	432	100,0%
sqrwacc	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%
logidios	431	99,8%	1	,2%	432	100,0%

Tabela 5: Variável sqr (igc)

Estatística descritiva do indicador relacionado com a variável de governança.

		Estatística	Desv. Padr.	
sqrige	Média	3,1297	,0162	
	95% Intervalo de confiança da média	Limite inferior	3,0979	
		Limite superior	3,1614	
	Média ajustada	3,1270		
	Mediana	3,1623		
	Variância	,1127		
	Desvio padrão	,3357		
	Mínimo	2,2361		
	Máximo	4,1231		
	Intervalo	1,8870		
	Intervalo por interquartil	,3166		
	Skewness	,0691	,1176	
Kurtosis	,0826	,2346		

Tabela 6 (a): Teste de normalidade das variáveis dependentes e do sqr (igc)

Estatística pelo método Jarque-Bera. As variáveis dependentes com (*) passaram no teste de normalidade a um nível de significância superior a 20%. Para as demais, o resultado apresentado foi o melhor obtido entre os testes feitos com a variável não transformada e as variáveis transformadas (log x, ln x, $x^{1/2}$, $1/x$, entre outras).

Variáveis Dependentes e IGC	J-B	Probabilidade
sqrigc*	2,0793	0,3536
sqrbetalocal*	0,5965	0,7421
sqrbetasp*	0,0862	0,9578
Logvolat	10469,98	0,0000
sqrwacc*	2,9813	0,2252
logidios	667,3007	0,0000
logets	302,3073	0,0000
logmts	124,8815	0,0000
sqrroa*	0,8964	0,6388
sqrroe	63,9684	0,0000

Tabela 6 (b): Teste de normalidade das variáveis independentes

Estatística pelo método Jarque-Bera. A variável independente com (*) passa no teste de normalidade a um nível de significância de 15%. Para as demais, o resultado apresentado foi o melhor obtido entre os testes feitos com a variável não transformada e as variáveis transformadas (log x, ln x, $x^{1/2}$, $1/x$, entre outras).

Variáveis Independentes	JB	Probabilidade
logafin	899,0518	0,0000
logaop	711,9186	0,0000
logcap	1256,819	0,0000
logcons*	3,8247	0,1477
logde	172,3663	0,0000
imob	7,9486	0,0188
loginv	7,5418	0,0230
logliq	17,1796	0,0002
logexp	184,6637	0,0000
logmtbv	15,2332	0,0005
sqrord	3492,969	0,0000
tam	14,1273	0,0009

Tabela 7: Teste de normalidade das variáveis transformadas

Estatística do teste de Kolmogorov-Smirnov após a transformação de algumas dessas variáveis. O símbolo (*) representa o valor da parte inferior da real significância. Existe correção de significância de Lilliefors.

	Kolmogorov-Smirnov(a)		
	Estatística	gl	Sig.
sqrige	,111	431	,000
sqrord	,496	431	,000
logcap	,252	431	,000
logcons	,088	431	,000
logexp	,144	431	,000
adr23	,454	431	,000
n2nm	,524	431	,000
n2nmadr23	,536	431	,000
pri	,519	431	,000
logde	,135	407	,000
logmtbv	,049	414	,018
logliq	,076	431	,000
tam	,058	431	,001
imob	,038	431	,150
loginv	,057	396	,004
logaop	,160	388	,000
logafin	,120	361	,000
sqrroa	,028	357	,200(*)
sqrroe	,041	363	,200(*)
logvolat	,121	431	,000
logets	,076	403	,000
logmts	,085	431	,000
sqrbetalocal	,037	429	,172
sqrbetasp	,029	411	,200(*)
sqrwacc	,083	431	,000
logidios	,164	431	,000

Tabela 8 (a): Teste de normalidade das variáveis dependentes

Estatística de teste não paramétrico, qui-quadrado (λ^2), com resultados positivos para as variáveis dependentes que não passaram no teste de K-S.

	logidios	logvolat	logets	logmts
Chi-Square	,995	18,144	,995	1,981
gl	429	410	401	428
Sig. Assintótica	1,000	1,000	1,000	1,000

Tabela 8 (b): Teste de normalidade das variáveis independentes

Estatística de teste não paramétrico, qui-quadrado (λ^2), com resultados positivos para as variáveis independentes que não passaram no teste de K-S.

	sqrord	logcap	logexp	logcons	logde	logmtbv
Chi-Square (a,b,c,d,e,f)	330,935	148,269	278,582	209,459	21,838	,000
Gl	241	298	237	13	386	413
Sig. Assintótica	,000	1,000	,033	,000	1,000	1,000

	logliq	tam	imob	loginv	logaop	logafin
Chi-Square (g,h,i,j,k)	,000	11,332	,000	321,576	150,113	127,676
Gl	430	418	430	319	253	243
Sig. Assintótica	1,000	1,000	1,000	,449	1,000	1,000

- a) 242 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,8.
- b) 299 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,4.
- c) 238 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,8.
- d) 0 cells (0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 30,8.
- e) 387 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,1.
- f) 414 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,0.
- g) 431 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,0.
- h) 419 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,0.
- i) 320 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,2.
- j) 254 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,5.
- k) 244 cells (100,0%) tiveram freqüências menores que 5. A freqüência mínima esperada por célula é 1,5.

Tabela 9: Teste de colinearidade

Estatística do teste do Fator de Inflação da variância (Variance Inflation Factor – VIF). A Variável dependente é sgrigc.

Modelo		Estatística de Colinearidade	
		Tolerância	VIF
1	sqrord	,108	9,301
	logcap	,112	8,957
	logcons	,663	1,508
	logexp	,669	1,494
	adr23	,420	2,379
	n2nm	,535	1,871
	n2nmadr23	,631	1,585
	pri	,555	1,802
	logde	,647	1,546
	logmtbv	,297	3,361
	logliq	,249	4,012
	tam	,302	3,317
	imob	,580	1,723
	loginv	,630	1,586
	logaop	,526	1,901
	logafin	,579	1,728
	sqrroa	,510	1,962
	sqrroe	,356	2,807
	logvolat	,634	1,577
	logets	,454	2,201
	logmts	,477	2,097
	sqrbetalocal	,204	4,899
	sqrbetasp	,232	4,310
sqrwacc	,672	1,487	
logidios	,800	1,250	

Tabela 10: Teste de homocedasticidade de Levene

Estatística de teste de Levene com 4 graus de liberdade correspondentes ao número de períodos menos 1.

	Estatística de Levene	gl1	gl2	Sig.
sqrige	,696	4	426	,595
sqrord	250,572	4	426	,000
logcap	115,321	4	426	,000
logcons	,583	4	426	,675
logexp	3,889	4	426	,004
adr23	,510	4	426	,729
n2nm	37,520	4	426	,000
n2nmadr23	1,332	4	426	,257
pri	,086	4	426	,987
logde	,640	4	402	,635
logmtbv	1,211	4	409	,305
logliq	1,580	4	426	,179
tam	,095	4	426	,984
imob	,267	4	426	,899
loginv	4,281	4	391	,002
logaop	1,074	4	383	,369
logafin	5,065	4	356	,001
sqrroa	1,045	4	352	,384
sqrroe	,669	4	358	,614
logvolat	3,908	4	426	,004
logets	,577	4	398	,680
logmts	,712	4	426	,584
sqrbetalocal	,802	4	424	,525
sqrbetasp	,800	4	406	,526
sqrwacc	2,075	4	426	,083
logidios	1,862	4	426	,116

Tabela 11: Teste de ANOVA (F) de homocedasticidade

Estatística de teste de ANOVA (F) para avaliar a homocedasticidade da amostra.

		Soma dos Quadrados	gl	Raiz Quadrada	F	Sig.
sqrigc	Entre grupos	3,307	4	,827	7,797	,000
	Dentro dos grupos	45,164	426	,106		
	Total	48,470	430			
sqrord	Entre grupos	269,961	4	67,490	32,222	,000
	Dentro dos grupos	892,280	426	2,095		
	Total	1162,240	430			
logcap	Entre grupos	20,024	4	5,006	26,309	,000
	Dentro dos grupos	81,056	426	,190		
	Total	101,080	430			
logcons	Entre grupos	,008	4	,002	,082	,988
	Dentro dos grupos	10,425	426	,024		
	Total	10,433	430			
logexp	Entre grupos	1,583	4	,396	1,727	,143
	Dentro dos grupos	97,625	426	,229		
	Total	99,208	430			
adr23	Entre grupos	,098	4	,024	,120	,975
	Dentro dos grupos	86,492	426	,203		
	Total	86,589	430			
n2nm	Entre grupos	3,234	4	,809	8,106	,000
	Dentro dos grupos	42,492	426	,100		
	Total	45,726	430			
n2nmadr23	Entre grupos	,024	4	,006	,332	,856
	Dentro dos grupos	7,827	426	,018		
	Total	7,852	430			
Pri	Entre grupos	,010	4	,002	,021	,999
	Dentro dos grupos	49,452	426	,116		
	Total	49,462	430			

logde	Entre grupos	2,277	4	,569	1,426	,225
	Dentro dos grupos	160,545	402	,399		
	Total	162,822	406			
logmtbv	Entre grupos	11,565	4	2,891	20,742	,000
	Dentro dos grupos	57,010	409	,139		
	Total	68,575	413			
logliq	Entre grupos	2,445	4	,611	,619	,649
	Dentro dos grupos	420,743	426	,988		
	Total	423,188	430			
tam	Entre grupos	1,649	4	,412	1,041	,386
	Dentro dos grupos	168,723	426	,396		
	Total	170,372	430			
imob	Entre grupos	,220	4	,055	1,244	,291
	Dentro dos grupos	18,854	426	,044		
	Total	19,075	430			
loginv	Entre grupos	134,125	4	33,531	33,272	,000
	Dentro dos grupos	394,050	391	1,008		
	Total	528,175	395			
logaop	Entre grupos	,071	4	,018	,148	,964
	Dentro dos grupos	45,963	383	,120		
	Total	46,034	387			
logafin	Entre grupos	,672	4	,168	,960	,429
	Dentro dos grupos	62,321	356	,175		
	Total	62,993	360			
sqrroa	Entre grupos	5,082	4	1,270	1,118	,348
	Dentro dos grupos	399,887	352	1,136		
	Total	404,969	356			
sqrroe	Entre grupos	21,819	4	5,455	1,528	,193
	Dentro dos grupos	1278,114	358	3,570		
	Total	1299,933	362			

logvolat	Entre grupos	,591	4	,148	1,889	,111
	Dentro dos grupos	33,292	426	,078		
	Total	33,882	430			
logets	Entre grupos	,241	4	,060	,382	,822
	Dentro dos grupos	62,819	398	,158		
	Total	63,060	402			
logmts	Entre grupos	10,756	4	2,689	12,126	,000
	Dentro dos grupos	94,462	426	,222		
	Total	105,218	430			
sqrbetalocal	Entre grupos	,082	4	,021	,379	,824
	Dentro dos grupos	23,013	424	,054		
	Total	23,095	428			
sqrbetasp	Entre grupos	,130	4	,033	,340	,851
	Dentro dos grupos	38,924	406	,096		
	Total	39,055	410			
sqrwacc	Entre grupos	,199	4	,050	2,367	,052
	Dentro dos grupos	8,944	426	,021		
	Total	9,143	430			
logidios	Entre grupos	,148	4	,037	,461	,765
	Dentro dos grupos	34,221	426	,080		
	Total	34,369	430			

Tabela 12: Teste de igualdade de variância entre as séries

Estatísticas de teste de Bartlett, Levene e Brown-Forsythe para a verificação da igualdade da variância entre as séries de variáveis.

Método	gl	Valor	Probabilidade
Bartlett	25	11777,09	0,0000
Levene	(25,1079)	214,9431	0,0000
Brown-Forsythe	(25,1079)	198,0027	0,0000

Tabela 13: Teste robusto de igualdade de médias

Estatística de teste de Welch e Brown-Forsythe para a verificação da igualdade das médias entre os períodos, utilizando um número de graus de liberdade igual ao número de períodos menos 1. A estatística F possui distribuição assintótica.

		Estatística (a)	gl1	gl2	Sig.
sqrigc	Welch	7,818	4	211,599	,000
	Brown-Forsythe	7,866	4	422,663	,000
sqrord	Welch	7,439	4	205,624	,000
	Brown-Forsythe	29,823	4	80,926	,000
logcap	Welch	8,682	4	204,031	,000
	Brown-Forsythe	24,738	4	123,616	,000
logcons	Welch	,081	4	209,482	,988
	Brown-Forsythe	,081	4	409,580	,988
logexp	Welch	1,584	4	212,100	,180
	Brown-Forsythe	1,794	4	386,033	,129
adr23	Welch	,123	4	210,495	,974
	Brown-Forsythe	,120	4	418,882	,975
n2nm	Welch	7,519	4	208,971	,000
	Brown-Forsythe	8,638	4	329,440	,000
n2nmadr23	Welch	,276	4	212,841	,894
	Brown-Forsythe	,346	4	394,138	,847
pri	Welch	,022	4	210,661	,999
	Brown-Forsythe	,021	4	419,815	,999
logde	Welch	1,243	4	198,935	,294
	Brown-Forsythe	1,426	4	388,304	,224
logmtbv	Welch	20,782	4	203,370	,000
	Brown-Forsythe	21,121	4	398,776	,000
logliq	Welch	,730	4	208,420	,572
	Brown-Forsythe	,610	4	401,062	,655
tam	Welch	1,092	4	211,123	,361
	Brown-Forsythe	1,044	4	422,220	,384
imob	Welch	1,194	4	210,582	,315
	Brown-Forsythe	1,241	4	418,350	,293

loginv	Welch	41,028	4	190,243	,000
	Brown-Forsythe	32,734	4	367,696	,000
logaop	Welch	,166	4	189,073	,955
	Brown-Forsythe	,152	4	352,149	,962
logafin	Welch	1,169	4	175,844	,326
	Brown-Forsythe	,966	4	252,662	,427
sqrroa	Welch	1,110	4	175,114	,353
	Brown-Forsythe	1,115	4	334,256	,350
sqrroe	Welch	1,647	4	171,555	,165
	Brown-Forsythe	1,521	4	334,852	,196
logvolat	Welch	2,699	4	204,287	,032
	Brown-Forsythe	1,816	4	277,702	,126
logets	Welch	,366	4	196,535	,833
	Brown-Forsythe	,381	4	371,077	,822
logmts	Welch	10,721	4	211,445	,000
	Brown-Forsythe	12,218	4	419,614	,000
sqrbetalocal	Welch	,383	4	210,791	,821
	Brown-Forsythe	,383	4	423,017	,821
sqrbetasp	Welch	,351	4	201,159	,843
	Brown-Forsythe	,342	4	400,389	,850
sqrwacc	Welch	2,415	4	208,706	,050
	Brown-Forsythe	2,327	4	288,470	,056
logidios	Welch	,750	4	210,513	,559
	Brown-Forsythe	,509	4	218,623	,729

Tabela 14: Correlações (Pearson)

O símbolo (*) corresponde a uma correlação significativa no nível de 0,05% (monocaudal). O símbolo (**) corresponde a uma correlação significativa no nível de 0,01% (monocaudal). Método Listwise com número de variáveis N = 264.

	Sqr igc	Sqr ord	Log cap	Log cons	Log exp	adr 23	n2n m	n2 nm adr2	pri	Log de	Log mtbv	Log liq	tam	imob	Log inv	Log aop	Log afin	Sqr roa	Sqr roe	Log volat	Log ets	Log mts	Sqr betal	Sqr beta sp	Sqr wac c	Log idios
sqrigc	1	-,101	-,038	,040	-,101	,144 (**)	,368 (**)	,259 (**)	,014	,011	,080	,062	,046	-,128 (*)	,063	,024	-,115 (*)	-,024	-,066	-,020	,030	,065	-,034	-,020	-,161 (**)	,014
α	.	,051	,267	,257	,050	,010	,000	,000	,412	,431	,099	,157	,226	,019	,153	,350	,031	,350	,142	,374	,315	,145	,288	,372	,004	,409
sqrord	-,101	1	,913 (**)	-,070	,079	-,071	-,036	-,039	,095	,056	-,091	-,032	-,039	-,104 (*)	-,068	,095	,059	-,047	,082	-,003	-,110 (*)	-,110 (*)	-,039	-,020	,067	,060
α	,051	.	,000	,128	,099	,126	,280	,262	,061	,183	,071	,300	,262	,046	,135	,062	,171	,225	,091	,481	,038	,038	,263	,374	,140	,166
logcap	-,038	,913 (**)	1	-,071	,023	-,068	,005	-,001	,120 (*)	,007	-,006	-,069	-,032	-,042	-,100	,072	-,038	,024	,072	-,019	-,022	,007	-,097	-,071	,052	,041
α	,267	,000	.	,125	,355	,136	,469	,495	,026	,458	,459	,132	,305	,249	,052	,121	,270	,352	,121	,379	,358	,454	,058	,127	,201	,253
logcons	,040	-,070	-,071	1	-,151 (**)	,235 (**)	-,034	,009	-,250 (**)	,084	-,080	,282 (**)	,180 (**)	,327 (**)	-,113 (*)	-,405 (**)	-,134 (*)	-,013	-,050	,039	,281 (**)	,151 (**)	,090	,058	,029	-,040
α	,257	,128	,125	.	,007	,000	,292	,444	,000	,087	,096	,000	,002	,000	,034	,000	,015	,418	,210	,264	,000	,007	,073	,175	,317	,261
logexp	-,101	,079	,023	-,151 (**)	1	-,155 (**)	-,367 (**)	-,149 (**)	,035	-,033	-,124 (*)	-,074	,113 (*)	-,161 (**)	,014	,011	,108 (*)	,031	,127 (*)	,032	-,067	-,304 (**)	-,063	-,001	,181 (**)	,023
α	,050	,099	,355	,007	.	,006	,000	,008	,287	,299	,022	,116	,033	,004	,411	,430	,040	,306	,020	,301	,140	,000	,153	,491	,002	,354
ADR23	,144 (**)	-,071	-,068	,235 (**)	-,155 (**)	1	-,089	,203 (**)	-,101	,152 (**)	,060	,606 (**)	,528 (**)	,108 (*)	,094	,022	-,010	-,120 (*)	-,116 (*)	,207 (**)	,082	,103 (*)	,451 (**)	,466 (**)	-,054	-,096
α	,010	,126	,136	,000	,006	.	,075	,000	,051	,007	,167	,000	,000	,039	,064	,360	,437	,025	,030	,000	,091	,047	,000	,000	,191	,061
n2nm	,368 (**)	-,036	,005	-,034	-,367 (**)	-,089	1	,461 (**)	-,093	-,097	,151 (**)	,041	-,181 (**)	-,006	,057	,029	-,082	,039	-,001	,059	,002	,158 (**)	-,124 (*)	-,154 (**)	-,106 (*)	,042
α	,000	,280	,469	,292	,000	,075	.	,000	,067	,058	,007	,255	,002	,463	,177	,319	,093	,265	,491	,171	,489	,005	,022	,006	,043	,246
n2nm ADR23	,259 (**)	-,039	-,001	,009	-,149 (**)	,203 (**)	,461 (**)	1	-,195 (**)	-,037	,006	,068	,031	,076	-,112 (*)	,033	-,120 (*)	-,093	-,047	,095	,020	,087	,081	,078	-,070	,087
α	,000	,262	,495	,444	,008	,000	,000	.	,001	,273	,462	,135	,307	,110	,035	,296	,026	,067	,224	,062	,373	,079	,094	,102	,129	,079
pri	,014	,095	,120 (*)	-,250 (**)	,035	-,101	-,093	-,195 (**)	1	,105 (*)	,359 (**)	-,199 (**)	-,124 (*)	-,382 (**)	,111 (*)	,388 (**)	-,021	,119 (*)	,174 (**)	-,121 (*)	-,148 (**)	-,064	-,216 (**)	-,116 (*)	,061	-,022

α	,412	,061	,026	,000	,287	,051	,067	,001	.	,044	,000	,001	,022	,000	,036	,000	,366	,027	,002	,025	,008	,151	,000	,029	,161	,360
logde	,011	,056	,007	,084	-,033	,152 (**)	-,097	-,037	,105 (*)	1	,183 (**)	,207 (**)	,405 (**)	,090	,206 (**)	-,080	,079	-,113 (*)	,267 (**)	,153 (**)	,052	-,133 (*)	,151 (**)	,171 (**)	-,081	,140 (*)
α	,431	,183	,458	,087	,299	,007	,058	,273	,044	.	,001	,000	,000	,073	,000	,098	,100	,033	,000	,006	,201	,015	,007	,003	,094	,011
logmtbv	,080	-,091	-,006	-,080	-,124 (*)	,060	,151 (**)	,006	,359 (**)	,183 (**)	1	,113 (*)	,132 (*)	-,311 (**)	,335 (**)	,045	,067	,221 (**)	,569 (**)	,108 (*)	,155 (**)	,321 (**)	-,152 (**)	-,111 (*)	-,061	-,049
α	,099	,071	,459	,096	,022	,167	,007	,462	,000	,001	.	,033	,016	,000	,000	,234	,137	,000	,000	,040	,006	,000	,007	,036	,161	,215
logliq	,062	-,03	-,07	,282 (**)	-,07	,606 (**)	,041	,068	-,20 (**)	,207 (**)	,113 (*)	1	,574 (**)	,192 (**)	,247 (**)	-,23 (**)	-,02	-,01	,055	,433 (**)	,351 (**)	,209 (**)	,539 (**)	,527 (**)	,027	-,05
α	,157	,300	,132	,000	,116	,000	,255	,135	,001	,000	,033	.	,000	,001	,000	,000	,388	,428	,188	,000	,000	,000	,000	,000	,332	,204
tam	,046	-,04	-,03	,180 (**)	,113 (*)	,528 (**)	-,18 (**)	,031	-,12 (*)	,405 (**)	,132 (*)	,574 (**)	1	,143 (*)	,345 (**)	-,07	,041	-,09	,109 (*)	,191 (**)	-,04	-,23 (**)	,364 (**)	,349 (**)	-,05	-,02
α	,226	,262	,305	,002	,033	,000	,002	,307	,022	,000	,016	,000	.	,010	,000	,134	,252	,063	,039	,001	,275	,000	,000	,000	,204	,406
imob	-,13 (*)	-,10 (*)	-,04	,327 (**)	-,16 (**)	,108 (*)	-,01	,076	-,38 (**)	,090	-,31 (**)	,192 (**)	,143 (*)	1	-,14 (*)	-,40 (**)	-,18 (**)	-,10	-,18 (**)	,076	,284 (**)	,095	,194 (**)	,099	-,03	,028
α	,019	,046	,249	,000	,004	,039	,463	,110	,000	,073	,000	,001	,010	.	,011	,000	,002	,060	,001	,108	,000	,061	,001	,055	,296	,327
loginv	,063	-,07	-,10	-,11 (*)	,014	,094	,057	-,11 (*)	,111 (*)	,206 (**)	,335 (**)	,247 (**)	,345 (**)	-,14 (*)	1	,045	,018	-,12 (*)	,095	,108 (*)	-,14 (*)	-,05	,043	,036	-,17 (**)	,046
α	,153	,135	,052	,034	,411	,064	,177	,035	,036	,000	,000	,000	,000	,011	.	,232	,383	,023	,061	,040	,012	,217	,244	,279	,003	,229
logaop	,024	,095	,072	-,41 (**)	,011	,022	,029	,033	,388 (**)	-,08	,045	-,23 (**)	-,07	-,40 (**)	,045	1	,045	-,07	-,13 (*)	-,12 (*)	-,50 (**)	-,15 (**)	-,15 (**)	-,10	-,12 (*)	,000
α	,350	,062	,121	,000	,430	,360	,319	,296	,000	,098	,234	,000	,134	,000	,232	.	,236	,137	,018	,030	,000	,007	,008	,055	,030	,497
logafin	-,12 (*)	,059	-,038	-,13 (*)	,108 (*)	-,01	-,08	-,12 (*)	-,02	,079	,067	-,02	,041	-,18 (**)	,018	,045	1	,374 (**)	,375 (**)	-,10	-,09	-,19 (**)	-,01	-,02	,030	-,07
α	,031	,171	,270	,015	,040	,437	,093	,026	,366	,100	,137	,388	,252	,002	,383	,236	.	,000	,000	,052	,070	,001	,430	,380	,315	,144
sqroa	-,02	-,05	,024	-,01	,031	-,12 (*)	,039	-,09	,119 (*)	-,11 (*)	,221 (**)	-,01	-,09	-,10	-,12 (*)	-,07	,374 (**)	1	,400 (**)	-,04	,218 (**)	,104 (*)	-,30 (**)	-,17 (**)	,309 (**)	-,19 (**)
α	,350	,225	,352	,418	,306	,025	,265	,067	,027	,033	,000	,428	,063	,060	,023	,137	,000	.	,000	,253	,000	,046	,000	,003	,000	,001
sqroe	-,07	,082	,072	-,05	,127 (*)	-,12 (*)	-,00	-,05	,174 (**)	,267 (**)	,569 (**)	,055	,109 (*)	-,18 (**)	,095	-,13 (*)	,375 (**)	,400 (**)	1	,081	,209 (**)	-,00	-,18 (**)	-,13 (*)	,260 (**)	,045
α	,142	,091	,121	,210	,020	,030	,491	,224	,002	,000	,000	,188	,039	,001	,061	,018	,000	,000	.	,096	,000	,493	,001	,019	,000	,235
logvolat	-,02	-,00	-,02	,039	,032	,207 (**)	,059	,095	-,12 (*)	,153 (**)	,108 (*)	,433 (**)	,191 (**)	,076	,108 (*)	-,12 (*)	-,10	-,04	,081	1	,188 (**)	,169 (**)	,251 (**)	,336 (**)	,126 (*)	,262 (**)
α	,374	,481	,379	,264	,301	,000	,171	,062	,025	,006	,040	,000	,001	,108	,040	,030	,052	,253	,096	.	,001	,003	,000	,000	,020	,000

logets	,030	-,11 (*)	-,02	,281 (**)	-,07	,082	,002	,020	-,15 (**)	,052	,155 (**)	,351 (**)	-,04	,284 (**)	-,14 (*)	-,50 (**)	-,09	,218 (**)	,209 (**)	,188 (**)	1	,403 (**)	,093	,112 (*)	,240 (**)	- ,056
α	,315	,038	,358	,000	,140	,091	,489	,373	,008	,201	,006	,000	,275	,000	,012	,000	,070	,000	,000	,001	.	,000	,066	,035	,000	,182
logmts	,065	-,11 (*)	,007	,151 (**)	-,30 (**)	,103 (*)	,158 (**)	,087	-,06	-,13 (*)	,321 (**)	,209 (**)	-,23 (**)	,095	-,05	-,15 (**)	-,19 (**)	,104 (*)	-,00	,169 (**)	,403 (**)	1	,107 (*)	,105 (*)	-,03	-,04
α	,145	,038	,454	,007	,000	,047	,005	,079	,151	,015	,000	,000	,000	,061	,217	,007	,001	,046	,493	,003	,000	.	,041	,044	,322	,257
Sqr betaloc	-,03	-,04	-,10	,090	-,06	,451 (**)	-,12 (*)	,081	-,22 (**)	,151 (**)	-,15 (**)	,539 (**)	,364 (**)	,194 (**)	,043	-,15 (**)	-,01	-,30 (**)	-,18 (**)	,251 (**)	,093	,107 (*)	1	,846 (**)	,019	,109 (*)
α	,288	,263	,058	,073	,153	,000	,022	,094	,000	,007	,007	,000	,000	,001	,244	,008	,430	,000	,001	,000	,066	,041	.	,000	,381	,038
Sqr betasp	-,02	-,02	-,07	,058	-,00	,466 (**)	-,15 (**)	,078	-,12 (*)	,171 (**)	-,11 (*)	,527 (**)	,349 (**)	,099	,036	-,10	-,02	-,17 (**)	-,13 (*)	,336 (**)	,112 (*)	,105 (*)	,846 (**)	1	,037	,065
α	,372	,374	,127	,175	,491	,000	,006	,102	,029	,003	,036	,000	,000	,055	,279	,055	,380	,003	,019	,000	,035	,044	,000	.	,275	,148
Sqr wacc	-,16 (**)	,067	,052	,029	,181 (**)	-,05	-,11 (*)	-,07	,061	-,08	-,06	,027	-,05	-,03	-,17 (**)	-,12 (*)	,030	,309 (**)	,260 (**)	,126 (*)	,240 (**)	-,03	,019	,037	1	,014
α	,004	,140	,201	,317	,002	,191	,043	,129	,161	,094	,161	,332	,204	,296	,003	,030	,315	,000	,000	,020	,000	,322	,381	,275	.	,411
Log idios	,014	,060	,041	-,04	,023	-,10	,042	,087	-,02	,140 (*)	-,05	-,05	-,02	,028	,046	,000	-,07	-,19 (**)	,045	,262 (**)	-,06	-,04	,109 (*)	,065	,014	1
α	,409	,166	,253	,261	,354	,061	,246	,079	,360	,011	,215	,204	,406	,327	,229	,497	,144	,001	,235	,000	,182	,257	,038	,148	,411	.

Tabela 15: Teste de raiz unitária do grupo de variáveis

As probabilidades do teste de Fischer são computadas usando a distribuição assintótica do qui-quadrado. Todos os outros testes assumiram normalidade assintótica.

Método	Estatística	Prob**	Cross-sections	OBS
H 0 : Raiz Unitária (assume processo ordinário de raiz unitária)				
Levin, Lin & Chu t	- 80,5831	0,0000	23	9490
Breitung t-stat	- 6,5132	0,0000	23	9457
H 0: Raiz Unitária (assume processo individual de raiz unitária)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	- 66,8026	0,0000	23	9490
ADF – Fischer Chi-square	2449,78	0,0000	23	9490
PP – Fischer Chi-square	3712,01	0,0000	26	10479
H 0: Não existe raiz unitária (assume processo ordinário de raiz unitária)				
Hadri Z-stat	15,6194	0,0000	26	10825

Tabela 16: Regressões simples entre variáveis dependentes e sqr (igc)

O símbolo (*) denota um valor estatisticamente significativo a 2%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 5% e o símbolo (***) se relaciona a um valor estatisticamente significativo a 0,05%.

Variável Dependente	Constante	p-value	Coefficiente de sgrigc	p-value	R ²
sqrbetalocal	0,8628	0,0000	- 0,0106	0,7514	0,0002
sqrbetasp	0,9338	0,0000	0,0226	0,6213	0,0006
logidios	- 1,5518	0,0000	- 0,2131**	0,0225	0,0121
logvolat	3,7369	0,0000	- 0,0708	0,4463	0,0014
sqrwacc	0,6275	0,0000	- 0,0834***	0,0001	0,0368
logets	- 2,3873	0,0000	0,1639	0,2441	0,0034
logmts	- 1,4555	0,0047	0,4158*	0,0109	0,0150
sqrroa	2,4111	0,0000	0,0665	0,7004	0,0004
sqrroe	5,1210	0,0000	- 0,2320	0,4441	0,0016

Tabela 17: Testes de Granger entre *sqr* (*igc*) e variáveis dependentes

O símbolo (*) denota um valor estatisticamente significativo a 0,5%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1% e o símbolo (***) se relaciona a um valor estatisticamente significativo a 5%.

<i>sqr</i> igc Não Granger Causa	Estatística de F	<i>p-value</i>	Variável Não Granger Causa <i>sqr</i> igc	Estatística de F	<i>p-value</i>
<i>sqr</i> betalocal	5,0925**	0,0065	<i>sqr</i> igc	0,2781	0,7574
<i>sqr</i> betasp	5,0030**	0,0072	<i>sqr</i> igc	0,0852	0,9174
logidios	0,5666	0,5679	<i>sqr</i> igc	0,5549	0,5746
<i>sqr</i> wacc	1,0100	0,3651	<i>sqr</i> igc	0,6802	0,5071
logvolat	0,4637	0,6293	<i>sqr</i> igc	0,2512	0,7780
logets	0,8618	0,4233	<i>sqr</i> igc	1,1322	0,3235
logmts	6,5684*	0,0016	<i>sqr</i> igc	3,4835***	0,0316
<i>sqr</i> roa	0,3029	0,7390	<i>sqr</i> igc	0,2420	0,7852
<i>sqr</i> roe	4,9229**	0,0080	<i>sqr</i> igc	1,8970	0,1521

Tabela 18: Testes de resíduos das regressões lineares entre *sqr* (*igc*) e variáveis dependentes

Testes de média, normalidade, independência e homocedasticidade dos resíduos das regressões lineares simples entre o indicador de governança e as variáveis dependentes.

Variáveis Dependentes Relacionadas Estatisticamente com <i>sqr</i> igc	Teste da Média dos Resíduos ($\mu = 0$)	Teste de Normalidade dos Resíduos	Teste de Independência dos Resíduos	Teste de Homocedasticidade dos Resíduos
logidios	Maximum Likelihood	–	AC, PAC dos três lags e Q-Stat	Brown-Forsythe
logmts	Maximum Likelihood	–	AC e PC do 2º e 3º lag	Bartlett
<i>sqr</i> wacc	Maximum Likelihood	–	AC e PAC dos três lags	Brown-Forsythe (não conclusivo)

Tabela 19: Resultados das regressões lineares múltiplas com a variável sqr (igc) pelos MQO

Regressões pelos mínimos quadrados ordinários (MQO). O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 15%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 5%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1%. O símbolo (*****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%.

VARIÁVEL DEPENDENTE	SQR (BETALOCAL)	SQR (BETASP)	LOG (IDIOS)	SQR (VOLAT)	SQR (WACC)	LOG (ETS)	LOG (MTS)	LOG (ROA)	SQR (ROE)
SQR (IGC)	- 0,0304	0,0206	- 0,0028	- 0,1698*	- 0,0742****	0,1681	0,3011**	- 0,0691	- 0,4625*
ADR23	0,0778***	0,1560****	- 0,1244***					- 0,2925**	- 0,5684***
IMOB						0,4800**	0,7280***		
N2NM	- 0,1273****	- 0,1526***				- 0,4075***	- 0,4180**		
N2NMADR23	0,1262*		0,3378**						
LOG (AFIN)							- 0,1085***	0,5484****	- 0,3652****
LOG (AOP)			0,0763***		- 0,0314****	- 0,5072****	0,2802***	- 0,1530**	- 0,3245****
LOG (CAP)	- 0,0344*					0,2675****	0,3895****	0,3382****	
LOG (CONS)	- 0,0546*	- 0,1154***							
LOG (DE)		0,0233**	0,0645****	0,0757****	- 0,0086*		- 0,0739****	- 0,0994***	0,2089****
LOG (INV)			0,0469**		- 0,0071****	- 0,0423***		- 0,0604****	- 0,1137****
LOG (LIQ)	0,0535****	0,0730****		0,1597****			- 0,1875****		
LOG EXP				0,1081*	0,0267**		- 0,1895*		- 0,5485****
LOG (MTBV)	- 0,0522****	- 0,0701****	0,2469****			0,2469****	0,6392****	0,1939***	1,3468****
PRI				- 0,2113**	0,0493***		- 0,5986****	0,3984**	
SQR (ORD)						- 0,1789****	- 0,2319****	- 0,2502****	
TAM			- 0,1133***	- 0,2063***		- 0,5817****	- 0,1728****		
C	1,2913****	1,5777****	- 1,6203****	5,7467****	0,5209****	2,1534****	7,374****	3,3165****	4,6596****
R ²	0,4228	0,4027	0,1204	0,2542	0,1397	0,4435	0,4846	0,2923	0,4435
R ² ajustado	0,3895	0,3667	0,0700	0,2112	0,0902	0,4078	0,4549	0,2496	0,4078
DW	0,6298	0,4342	1,5661	1,2689	0,9155	1,0840	0,5971	0,9742	1,0840
F	12,6703	11,1856	2,3745	5,9146	2,8186	12,4233	16,3150	6,8500	12,4233
<i>p-value</i>	0,0000	0,0000	0,0019	0,0000	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Tabela 20: Testes de resíduos das regressões lineares entre *sqr* (igc) e variáveis dependentes

Testes de média, normalidade, independência e homocedasticidade dos resíduos das regressões lineares múltiplas pelos MQO, entre o indicador de governança e as variáveis dependentes.

Variáveis Dependentes Relacionadas Estatisticamente com <i>sqr</i> igc	Teste da Média dos Resíduos ($\mu = 0$)	Teste de Normalidade dos Resíduos	Teste de Independência dos Resíduos	Teste de Homocedasticidade dos Resíduos
<i>sqr</i> volat	Maximum Likelihood	–	AC, PAC dos três lags	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe
<i>sqr</i> wacc	Maximum Likelihood	Liliefors (D), Cramer-von Mises (W2), Watson (U2) e Anderson-Darling (A2)	AC e PC dos três lags	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe
logmts	Maximum Likelihood	–	AC e PAC dos três lags	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe
<i>sqr</i> roe	Maximum Likelihood	–	AC e PAC dos três lags	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe

Tabela 23: Testes de resíduos das regressões lineares múltiplas com a variável *sqr* (*igc*)

Testes de média, normalidade, independência e homocedasticidade dos resíduos das regressões lineares múltiplas envolvendo o indicador de governança e as variáveis dependentes, com coeficientes significativos. Regressões originais com pesos e correções de White para homocedasticidade.

Variáveis Dependentes Relacionadas Estatisticamente com <i>sqr</i> _{igc}	Teste da Média dos Resíduos ($\mu = 0$)	Teste de Normalidade dos Resíduos	Teste de Independência dos Resíduos	Teste de Homocedasticidade dos Resíduos
<i>logets</i>	Maximum Likelihood	–	AC, PAC dos três lags e Q-Stat	–
<i>logmts</i>	Maximum Likelihood	–	AC e PC dos três lags	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe
<i>sqro</i>	Maximum Likelihood	Liliefors (não conclusivo)	AC e PAC dos três lags e Q-Stat (não conclusivo)	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe
<i>sqrbetalocal</i>	Maximum Likelihood	–	AC e PAC dos três lags	Brown-Forsythe
<i>sqrbetasp</i>	Maximum Likelihood	–	AC e PAC dos três lags	Bartlett e Brown-Forsythe (não conclusivos)
<i>logvolat</i>	Maximum Likelihood	–	AC e PAC dos três lags	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe
<i>sqrwacc</i>		Liliefors (D), Cramer-von Mises (W2), Watson (U2) e Anderson-Darling (A2)	AC e PAC dos três lags	Bartlett, Levene e Brown-Forsythe (todos não conclusivos)

Tabela 24: Resultados das relações entre Δ *igc* e as variáveis dependentes Regressões utilizando ponderações de peso e correções de homocedasticidade.

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 5%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%.

Variáveis Dependentes	Δ <i>igc</i>
<i>sqrbetalocal</i>	****
<i>Sqrbetasp</i>	****
<i>Logvolat</i>	****
<i>Sqrwacc</i>	+ **
<i>Logets</i>	+*
<i>Sqro</i>	+ ***
<i>Sqro</i>	+ ***

Tabela 25: Regressões entre log (digc) e as variáveis dependentes 1/(dets), 1/(dmts), 1/(droa), 1/(droe)

Regressões com MQO em dois estágios. O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,1%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,01%.

Variável Dependente	1/(dets)	1/(dmts)	1/(droa)	1/(droe)
log (digc)	0,0378	- 0,2700	0,1029	0,0018
C	3,2551**	0,8868*	- 0,0437	0,0227**
R ²	0,0028	- 0,2021	- 3,0003	0,0243
R ² ajustado	- 0,0112	- 0,2385	- 3,1003	0,0088
DW	0,7391	1,7378	1,5470	1,0752
F	0,0058	0,5501	0,3528	0,1013
<i>p-value</i>	0,9396	0,4635	0,5559	0,7514

Tabela 26: Teste não paramétrico de normalidade de log (ret mtbv)

Teste de Qui-quadrado (λ^2) de log (ret mtbv)	
Qui-quadrado (λ^2)	59,733
gl	126
Significância assintótica	1,000

Tabela 27: Resultados das regressões lineares múltiplas entre sqr (igc) e as variáveis dependentes

Regressões pelos mínimos quadrados ordinários (MQO) e MQO em dois estágios com coeficientes de sqr (igc) com significância estatística

MQO	Coefficiente de sgrigc	<i>p-value</i>	R ²	R ² ajustado	DW
sqrrex sp	- 0,1042	0,0018	0,6341	0,6224	2,0395
sqrrex local	- 0,0995	0,0000	0,6489	0,6368	1,8074
mgo 2 estágios	Coefficiente de SQR (IGC)	<i>p-value</i>	R ²	R ² ajustado	DW
sqrrex sp	- 3,9238	0,0020	0,7712	0,7688	0,7853
sqrrex local	- 4,5817	0,0000	0,9216	0,9207	0,7477

Tabela 28: Testes de resíduos das regressões entre sqr (igc) e as variáveis dependentes com MQO e MQO em dois estágios

Testes com significância estatística para a média, normalidade, independência e homocedasticidade dos resíduos das regressões

Variáveis Dependentes Relacionadas Estatisticamente com sqr_{igc}	Teste da Média dos Resíduos ($\mu = 0$)	Teste de Normalidade dos Resíduos	Teste de Independência dos Resíduos	Teste de Homocedasticidade dos Resíduos
$sqr_{ex\ sp} - MQO$	Maximum Likelihood	J-B	AC, PAC dos três lags e Q-Stat	Bartlett. Levene e Brown-Forsythe
$sqr_{ex\ local} - MQO$	Maximum Likelihood	J-B, Liliefors (D), Cramer-von Mises (W2), Watson (U2) e Anderson-Darling	AC, PAC dos três lags e Q-Stat	Bartlett. Levene e Brown-Forsythe
$sqr_{ex\ sp} - MQO$ dois estágios	Maximum Likelihood	J-B, Liliefors (D), Cramer-von Mises (W2), Watson (U2) e Anderson-Darling (A2) (todos quatro não conclusivos)	AC, PAC dos três lags	Bartlett. Levene e Brown-Forsythe (resultados não conclusivos)
$sqr_{ex\ local} - MQO$ dois estágios	Maximum Likelihood	J-B, Cramer-von Mises (W2), Watson (U2) e Anderson-Darling. Liliefors (D) (não conclusivo)	AC e PC dos três lags	Bartlett e Brown-Forsythe. Levene (não conclusivo)

Tabela 29: Resumo dos resultados das relações entre o IGC e as variáveis dependentes

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 15%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 5%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,5%. O símbolo (*****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,05%. O símbolo (*****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%.

Variáveis	Reg. Simples – MQO	Reg. Múltipla – MQO / Reg. Múltipla – MQO com Peso	Reg. Múltipla com Correções e Peso
Resultados do primeiro teste com variáveis de desempenho			
log (ets)	+	+	+**
log (mts)	+****	+** / +	+*
sqr (roa)	+		
sqr (roe)	-	* / *	***
Resultados do segundo teste com variáveis de desempenho			
Δ log (ets)			+**
Δ log (mts)			
Δ sqr (roa)			+*****
Δ sqr (roe)			+***
Resultados do terceiro teste com variáveis de desempenho			
Teste de Diferenças de Desempenho			MQO 2 estágios com peso e correções (4 variáveis instrumentais)
1/(dets)			+
1/(dmts)			
1/(droa)			+
1/(droe)			+
Resultados do primeiro teste com variáveis de risco			
sqr (betalocal)	-	/ ***	***
sqr (betasp)	+	/ ***	***
log (idios)	***		
log (volat)		* / ***	***
sqr (wacc)	*****	**** / ****	*****
Resultados do segundo teste com variáveis de risco			
Δ sqr (betalocal)			*****
Δ sqr (betasp)			*****
Δ log (idios)			
Δ log (volat)			*****
Δ sqr (wacc)			+***
Resultados do terceiro teste com variáveis de risco			
Teste de Retornos Excedentes (REX)	Reg. Múltipla – MQO	Reg. Múltipla com correções e peso – MQO	Reg. Múltipla com correções e peso – MQO 2 estágios (4 variáveis instrumentais)
sqr (rex sp)		****	****
sqr (rex local)		*****	*****

Tabela 30: Coeficientes e relações entre subíndices e risco

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,1%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0001%.

Subíndice	sqrbetalocal	sqrbetasp	logidios	logvolat	sqrwacc
Estrutura de propriedade (1 a 4)	- 0,057****	- 0,068****	+	-	- 0,018**
Transparência (5 a 10)	0,109****	0,090***	- 0,254****	-	- 0,054****
Administração (11 a 16)	- 0,018***	-	- 0,028*	0,064***	- 0,017****
Relacionamento com investidor (17 a 20)	+	-	+	+	-

Tabela 31: Coeficientes e relações entre subíndices e desempenho

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,1%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0001%.

Subíndice	logets	logmts	sqrroa	sqrroe
Estrutura de propriedade (1 a 4)	0,068*	0,096*	0,259****	+
Transparência (5 a 10)	0,377****	0,492****	-	- 0,355*
Administração (11 a 16)	- 0,081***	+	- 0,078**	+
Relacionamento com investidor (17 a 20)	+	-	-	0,218***

Tabela 32: Relações entre subíndices e risco

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,1%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0001%.

Subíndice	sqrbetalocal	sqrbetasp	logidios	logvolat	sqrwacc	com signif.
Estrutura de propriedade (1 a 4)	- ****	- ****	+	-	- **	3 (-)
Transparência (5 a 10)	+****	+***	- ****	-	- ****	2 (+) / 2 (-)
Administração (11 a 16)	- ***	-	- *	- ***	- ****	4 (-)
Relacionamento com investidor (17 a 20)	+	-	+	+	-	N.D.

Tabela 33: Relações entre subíndices e desempenho

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 10%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,1%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0001%.

Subíndice	logets	logmts	sqrroa	sqrroe	com signif. (Margem/Valor/Rentab.)
Estrutura de propriedade (1 a 4)	+ *	+ *	+ ****	+	(+) / (+) / (+)
Transparência (5 a 10)	+ ****	+ ****	—	*	(+) / (+) / (—)
Administração (11 a 16)	***	+	**	+	(—) / N.D. / (—)
Relacionamento com investidor (17 a 20)	+	—	—	+ ****	N.D. / N.D. / (+)

Tabela 34: Teste de normalidade multivariada da amostra

Variável	min	max	skewness	c.r.	kurtosis	c.r.
governança (sqrige)	2,236	4,123	,069	,583	,068	,287
desempenho (logets)	-2,499	1,381	-,367	-3,111	4,338	18,383
risco (sqrwacc)	,038	1,946	3,531	29,924	32,346	137,073
valor (logmts)	-1,866	2,089	-,491	-4,160	2,168	9,188
Multivariada					45,459	68,109

Tabela 35: Teste de normalidade multivariada sem outliers

Teste de normalidade sem os 30 maiores outliers (maiores distâncias de Mahalanobis).

Variável	min	max	skewness	c.r.	kurtosis	c.r.
governança (sqrige)	2,236	4,000	,129	1,055	,000	-,001
desempenho (logets)	-2,499	1,381	-,266	-2,180	5,312	21,739
risco (sqrwacc)	,038	,794	,468	3,829	,377	1,544
valor (logmts)	-1,433	1,195	-,174	-1,426	,796	3,256
Multivariada					11,063	16,008

Tabela 36: Carga da relação entre a variável de governança e a variável de risco

Teste com o método das equações estruturais considerando governança uma variável exógena e mantendo todas as demais cargas das relações entre as variáveis iguais a 1.

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
risco (sqrwacc)	<--- governança (sqrige)	-,033	,001	-26,911	***	W1
Desempenho (logets)	<--- governança (sqrige)	1,000				
valor (logmts)	<--- risco (sqrwacc)	1,000				
valor (logmts)	<--- desempenho (logets)	1,000				

Tabela 37: Carga da relação entre a variável de risco e a variável de valor

Teste com o método das equações estruturais considerando governança uma variável exógena e mantendo todas as demais cargas das relações entre as variáveis iguais a 1.

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
risco (sqrwacc)	<---	governança (sqrigr)	1,000				
Desempenho (logets)	<---	governança (sqrigr)	1,000				
valor (logmts)	<---	risco (sqrwacc)	-,940	,002	-525,258	***	W2
valor (logmts)	<---	desempenho (logets)	1,000				

Tabela 38: Carga da relação entre a variável de governança e a variável de desempenho

Teste com o método das equações estruturais considerando governança uma variável exógena e mantendo todas as demais cargas das relações entre as variáveis iguais a 1.

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
risco (sqrwacc)	<---	governança (sqrigr)	1,000				
desempenho (logets)	<---	governança (sqrigr)	,096	,001	64,681	***	W3
valor (logmts)	<---	risco (sqrwacc)	1,000				
valor (logmts)	<---	desempenho (logets)	1,000				

Tabela 39: Carga da relação entre a variável de desempenho e a variável de valor

Teste com o método das equações estruturais considerando governança uma variável exógena e mantendo todas as demais cargas das relações entre as variáveis iguais a 1.

			Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
risco (sqrwacc)	<---	governança (sqrigr)	1,000				
Desempenho (logets)	<---	governança (sqrigr)	1,000				
valor (logmts)	<---	risco (sqrwacc)	1,000				
valor (logmts)	<---	desempenho (logets)	-,940	,002	-525,258	***	W4

Tabela 40: Resumo das cargas das relações entre as variáveis considerando governança uma variável exógena

Resumo dos testes com o método das equações estruturais considerando governança uma variável exógena e mantendo todas as demais cargas das relações entre as variáveis iguais a 1.

Modelo	Desempenho (logets)	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)
Desempenho (logets)		0,096 (0,0000)	
Risco (sqrwacc)		- 0,033 (0,0000)	
Valor (logmts)	- 0,940 (0,0000)		- 0,940 (0,0000)

Tabela 41: Modelo 5

O símbolo (***) significa um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 5 são: NCP – 1576,76 (comparativo); SNCP – 3,932 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 0,671 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – 0,134 (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 0,000 (entre 0 e 1,0).

Modelo 5	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (sqrroe)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 0,961	- 0,022	0,810
Risco (sqrwacc)	- 0,9618		0,031	- 0,826
Desempenho (sqrroe)	- 0,022	0,031		0,015
Valor (logmts)	0,810	- 0,826	0,015	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (sqrroe)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 1,455***		0,865***
Risco (sqrwacc)	- 1,455***			- 0,881***
Desempenho (sqrroe)				
Valor (logmts)	0,865***	- 0,881***		
λ^2 (Chi-square)	1578,76			
Graus de liberdade	2			
<i>p-value</i>	0,000			

Tabela 42: Modelo 6

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 6 são: NCP – 375,015 (comparativo); SNCP – 0,935 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 0,804 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – 0,161 (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 0,000 (entre 0 e 1,0).

Modelo 6	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 0,232	0,028	0,157
Risco (sqrwacc)	- 0,232		0,130	- 0,364
Desempenho (logets)	0,028	0,130		0,300
Valor (logmts)	0,157	- 0,364	0,300	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 0,022***		
Risco (sqrwacc)	- 0,022***			- 0,057***
Desempenho (logets)				0,047***
Valor (logmts)		- 0,057***	0,047***	
λ^2 (Chi-square)	377,015			
Graus de liberdade	2			
<i>p-value</i>	0,000			

Tabela 43: Modelo 7

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 7 são: NCP – 375,015 (comparativo); SNCP – 0,933 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 0,667 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – 0,133 (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 0,000 (entre 0 e 1,0).

Modelo 7	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (sqrroe)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		0,948	0,004	- 0,299
Risco (sqrwacc)	0,948		0,028	- 0,399
Desempenho (sqrroe)	0,004	0,028		0,316
Valor (logmtbv)	- 0,299	- 0,399	0,316	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (sqrroe)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		1,426***		
Risco (sqrwacc)	1,426***			
Desempenho (sqrroe)				0,158***
Valor (logmtbv)			0,158***	
λ^2 (Chi-square)	1691,302			
Graus de liberdade	2			
<i>p-value</i>	0,000			

Tabela 44: Modelo 8

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 8 são: NCP – 375,015 (comparativo); SNCP – 0,933 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 0,804 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – 0,161 (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 0,000 (entre 0 e 1,0).

Modelo 8	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		- 0,232	0,028	0,249
Risco (sqrwacc)	- 0,232		0,130	- 0,182
Desempenho (logets)	0,028	0,130		0,052
Valor (logmtbv)	0,249	- 0,182	0,052	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		- 0,022***		0,031***
Risco (sqrwacc)	- 0,022***			
Desempenho (logets)				
Valor (logmtbv)	0,031***			
λ^2 (Chi-square)	377,015			
Graus de liberdade	2			
<i>p-value</i>	0,000			

Tabela 45: Modelo 9

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 9 são: NCP – 13,482 (comparativo); SNCP – 0,034 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 0,983 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – 0,197 (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 0,898 (entre 0 e 1,0).

Modelo 9	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 0,192		0,097
Risco (sqrwacc)	- 0,192			- 0,202
Desempenho (logets)				0,441
Valor (logmts)	0,097	- 0,202	0,441	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 0,009***		
Risco (sqrwacc)	- 0,009***			- 0,015***
Desempenho (logets)				0,084***
Valor (logmts)		- 0,015***	0,084***	
λ^2 (Chi-square)	15,482			
Graus de liberdade	2			
<i>p-value</i>	0,000			

Tabela 46: Modelo 10

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 10 são: NCP – 15,482 (comparativo); SNCP – 0,039 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 0,983 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – 0,197 (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 0,768 (entre 0 e 1,0).

Modelo 10	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		- 0,192		0,248
Risco (sqrwacc)	- 0,192			- 0,112
Desempenho (logets)				0,081
Valor (logmtbv)	0,248	- 0,112	0,081	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Desempenho (logets)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		- 0,009***		0,033***
Risco (sqrwacc)	- 0,009***			
Desempenho (logets)				
Valor (logmtbv)	0,033***			
λ^2 (Chi-square)	15,482			
Graus de liberdade	2			
<i>p-value</i>	0,000			

Tabela 47: Modelo 11

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 11 são: NCP – 0 (comparativo); SNCP – 0 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 1,000 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – (-) (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 1,000 (entre 0 e 1,0).

Modelo 11	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		- 0,192	0,253
Risco (sqrwacc)	- 0,192		- 0,099
Valor (logmtbv)	0,253	- 0,099	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		- 0,009***	0,034***
Risco (sqrwacc)	- 0,009***		- 0,006***
Valor (logmtbv)	0,034***	- 0,006***	
λ^2 (Chi-square)	0,000		
Graus de liberdade	2		
<i>p-value</i>	-		

Tabela 48: Modelo 12

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 12 são: NCP – 0 (comparativo); SNCP – 0 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – 1,000 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – (-) (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 1,000 (entre 0 e 1,0).

Modelo 12	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 0,192	0,123
Risco (sqrwacc)	- 0,192		- 0,130
Valor (logmts)	0,123	- 0,130	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Valor (logmts)
Governança (sqrige)		- 0,009***	
Risco (sqrwacc)	- 0,009***		
Valor (logmts)			
λ^2 (Chi-square)	0,000		
Graus de liberdade	2		
<i>p-value</i>	-		

Tabela 49: Modelo 13

O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%. Os parâmetros de ajuste do modelo 13 são: NCP – 1640,47 (comparativo); SNCP – 4,08 (NCP/Tamanho da amostra); GFI – -0,515 (igual ou maior que 0,90 – comparativo); PGFI – -0,344 (entre 0 e 1,0 – comparativo) e CFI – 0,000 (entre 0 e 1,0).

Modelo 13	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Valor (logmtbv)
Governança (sqrige)		- 0,898	
Risco (sqrwacc)	- 0,898		- 0,219
Valor (logmtbv)		- 0,219	
Covariâncias	Governança (sqrige)	Risco (sqrwacc)	Valor (logmtbv)
Governança (IGC)		- 0,898***	
Risco (sqr (wacc))	- 0,898***		- 0,219***
Valor (MTS)		- 0,219***	
λ^2 (Chi-square)	1644,47		
Graus de liberdade	2		
<i>p-value</i>	0,000		

Tabela 50: Resumo dos coeficientes e das relações dos modelos

Modelos / Relações	14	15	16	17	18
Gov ↔ risco	-0,014	-0,014	0,604	-0,224	-0,242
Risco ↔ valor	-0,667	-0,658	-0,023	-0,080	-0,062
Gov ↔ des	0,024	0,025	-0,011	0,795	0,778
Des ↔ valor	nulo	0,002	0,001	0,168	0,218
Gov ↔ valor	–	0,035	0,003	0,122	0,154
Valor ↔ sqrd	-0,014	-0,014	0,604	-0,224	-0,242
Valor ↔ logcap	0,024	0,025	-0,011	0,795	0,778
Valor ↔ logde	-0,042	-0,042	-0,029	-0,064	-0,038
Valor ↔ loginv	0,008	0,010	0,052	0,015	0,047
Valor ↔ logexp	-0,013	-0,003	-0,056	-0,040	-0,027
Valor ↔ n2nm	-0,005	-0,007	-0,061	-0,003	-0,011
Valor ↔ pri	-0,022	-0,022	-0,077	-0,067	-0,083
Valor ↔ adr23	0,186	0,181	0,065	0,115	0,114
Valor ↔ logafin	-0,152	-0,149	-0,061	-0,052	-0,057
Valor ↔ logaop	-0,221	-0,217	-0,090	-0,030	-0,005
Valor ↔ logcons	-0,107	-0,125	-0,004	0,017	0,007
Valor ↔ logliq	0,110	0,112	0,092	0,096	0,075
Valor ↔ logmtbv	0,100	0,099	0,189	0,163	0,159
Valor ↔ tam	-0,183	-0,185	-0,249	-0,199	-0,229
Valor ↔ imob	0,355	0,368	0,070	-0,002	-0,015
Valor ↔ n2nmadr23	-0,014	-0,014	0,604	-0,224	-0,242
Amostra	431	431	188	431	188
λ^2 (<i>Chi-square</i>)	10250	10250	4935		
Graus de liberdade	185	184	184		
Função <i>Log Likelihood</i>				293,21	-294,52
Nº de parâmetros				26	26
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,000		

Tabela 51: Resumo dos sinais das estatísticas com significância estatística

Resumos dos testes que utilizaram o método das equações estruturais evidenciando os resultados – cargas e covariâncias – estatisticamente significativas

Modelo	Governança- risco	Governança- desempenho	Governança- valor	Risco- valor	Desempenho- valor
1 (W)	-.***				
2 (W)				-.***	
3 (W)		+.***			
4 (W)					-.***
5 (C)	-.***		+.***		
6 (C)	-.***			-.***	+.***
7 (C)	+.***				+.***
8 (C)	-.***		+.***		
9 (C)	-.***			-.***	+.***
10 (C)	-.***		+.***		
11 (C)	-.***		+.***	-.***	
12 (C)	-.***				
13 (C)	-.***			-.***	
14 (C)	-.***	+.***		-.***	Nulo
15 (C)	-.***	+.***	+.***	-.***	+.***
16 (C)	+.***	-.***	+.***	-.***	+.***
17 (C)	-.***	+.***	+.***	-.***	+.***
18 (C)	-.***	+.***	+.***	-.***	+.***
Total	13 (-.***) / 2(+.***)	5 (+.***) / 1 (- ***)	8 (+.***)	10 (- ***)	7 (+.***) / 1(-.***)

Tabela 52: Resumo dos sinais considerando governança como variável exógena (modelos 1 a 4)

Modelos / Relações	1 (w1)	2 (w2)	3 (w3)	4 (w4)
Gov ↔ risco	- 0,033			
Risco ↔ valor		- 0,940		
Gov ↔ des			0,096	
Des ↔ valor				- 0,940

Tabela 53: Resumo das relações estatísticas entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelos 5 a 13, sem variáveis de controle

Modelos / Relações	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gov ↔ risco	- 0,9618	- 0,232	0,948	- 0,232	- 0,192	- 0,192	- 0,192	- 0,192	- 0,898
Risco ↔ valor	- 0,826	- 0,364	- 0,399	- 0,182	- 0,202	- 0,112	- 0,192	- 0,130	- 0,219
Gov ↔ des	- 0,022	0,028	0,004	0,028	-	-	-	-	-
Des ↔ valor	0,015	0,300	0,316	0,052	0,441	0,081	-	-	-
Gov ↔ valor	0,810	0,157	- 0,249	0,249	0,097	0,248	0,253	0,123	-

Tabela 54: Resumo das relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelos 14 a 18, com variáveis de controle

Modelos / Relações	14	15	16	17	18
Gov ↔ risco	-0,014	-0,014	0,604	-0,224	-0,242
Risco ↔ valor	-0,667	-0,658	-0,023	-0,080	-0,062
Gov ↔ des	0,024	0,025	-0,011	0,795	0,778
Des ↔ valor	0	0,002	0,001	0,168	0,218
Gov ↔ valor	–	0,035	0,003	0,122	0,154
Valor ↔ sqbord	-0,014	-0,014	0,604	-0,224	-0,242
Valor ↔ logcap	0,024	0,025	-0,011	0,795	0,778
Valor ↔ logde	-0,042	-0,042	-0,029	-0,064	-0,038
Valor ↔ loginv	0,008	0,010	0,052	0,015	0,047
Valor ↔ logexp	-0,013	-0,003	-0,056	-0,040	-0,027
Valor ↔ n2nm	-0,005	-0,007	-0,061	-0,003	-0,011
Valor ↔ pri	-0,022	-0,022	-0,077	-0,067	-0,083
Valor ↔ adr23	0,186	0,181	0,065	0,115	0,114
Valor ↔ logafin	-0,152	-0,149	-0,061	-0,052	-0,057
Valor ↔ logaop	-0,221	-0,217	-0,090	-0,030	-0,005
Valor ↔ logcons	-0,107	-0,125	-0,004	0,017	0,007
Valor ↔ logliq	0,110	0,112	0,092	0,096	0,075
Valor ↔ logmtbv	0,100	0,099	0,189	0,163	0,159
Valor ↔ tam	-0,183	-0,185	-0,249	-0,199	-0,229
Valor ↔ imob	0,355	0,368	0,070	-0,002	-0,015
Valor ↔ n2nmadr23	-0,014	-0,014	0,604	-0,224	-0,242
Amostra	431	431	188	431	188
λ^2 (<i>Chi-square</i>)	10250	10250	4935		
Graus de liberdade	185	184	184		
Função <i>log likelihood</i>				293,21	-294,52
Nº de parâmetros				26	26
<i>p-value</i>	0,000	0,000	0,000		

Tabela 55: Resumo dos sinais das relações entre as variáveis considerando governança uma variável exógena e endógena – modelos 5 a 18

Total de Relações	Positivas	Negativas
Gov ↔ risco	2 (+)	13 (-)
Risco ↔ valor	–	10 (-)
Gov ↔ des	5 (+)	1 (-)
Des ↔ valor	7 (+)	1 (-)
Gov ↔ valor	8 (+)	–

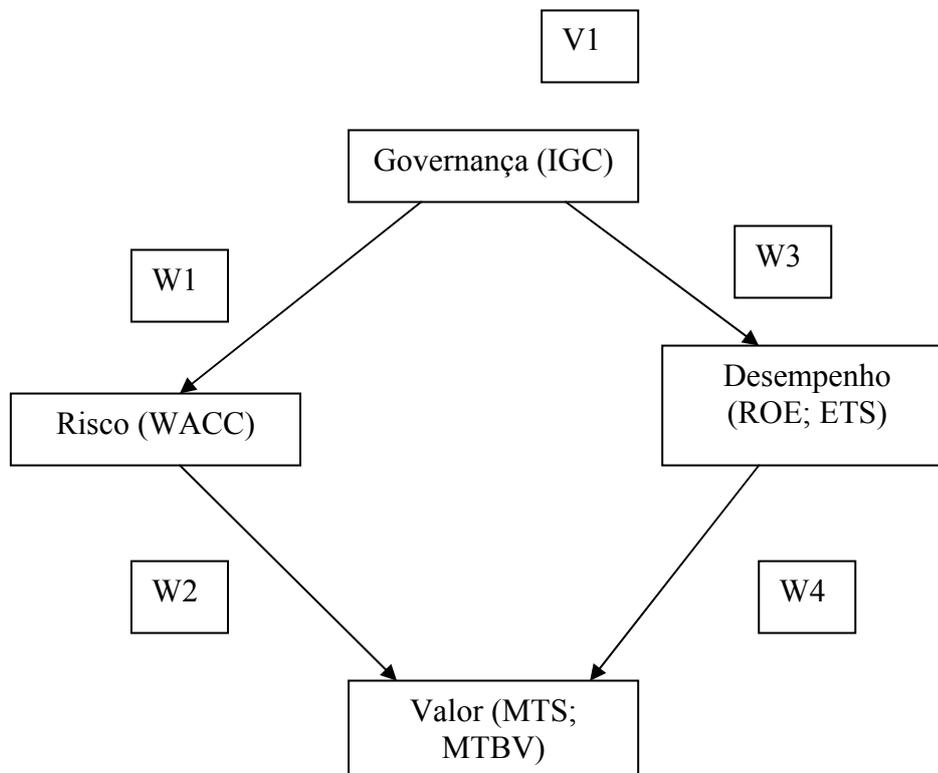
Tabela 56: Resultados dos modelos de determinantes da governança corporativa

O símbolo (*) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 20%. O símbolo (**) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 5%. O símbolo (***) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 1%. O símbolo (****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,1% e o símbolo (*****) corresponde a um valor estatisticamente significativo a 0,001%.

Variável Dependente sqr (igc)	Modelo Completo – MQO	Modelo Reduzido – MQO	Modelo de Equações Estruturais
sqrbetalocal	- 0,0881 (0,3710)		- 0,054
sqrbetasp	0,0502 (0,4489)		0,141
logidios	0,0220 (0,4361)		- 0,019
logvolat	- 0,03543** (0,0202)	- 0,0584***** (0,0000)	- 0,054
sqrwacc	- 0,4239***** (0,0000)	- 0,3997***** (0,0000)	- 0,366
logets	0,0292*** (0,0031)	0,0434***** (0,0000)	0,118
logmts	0,0158 (0,3244)		- 0,275
sqrroa	- 0,0131 (0,3488)		- 0,009
sqrroe	- 0,0000 (0,9987)		0,018
logcap	0,0645** (0,0158)	0,0326* (0,1041)	0,141
sqrord	- 0,0409** (0,0247)	- 0,0198* (0,1573)	- 0,054
logcons	0,0007 (0,9873)	0,0598* (0,0991)	0,058
logde	0,0190 (0,1460)		- 0,030
imob	- 0,4000***** (0,0000)	- 0,4559***** (0,0000)	- 0,155

loginv	0,0059 (0,3295)		- 0,015
logliq	- 0,0059 (0,5207)		- 0,011
logexp	0,0673** (0,0231)	0,0812*** (0,0048)	0,038
logmtbv	- 0,0882**** (0,0004)	- 0,0373** (0,0291)	0,057
adr23	0,0922* (0,0536)	0,1291**** (0,0002)	0,186
logafin	- 0,0593**** (0,0001)	- 0,422**** (0,0000)	- 0,115
logaop	- 0,0424** (0,0319)	- 0,0332** (0,0273)	- 0,060
n2nm	0,3624**** (0,0000)	0,4456**** (0,0000)	0,186
n2nmadr23	0,2101** (0,0424)		- 0,721
pri	- 0,0170 (0,7752)		- 0,021
tam	0,0612 (0,1535)	0,0598** (0,0137)	0,002
C	3,1792**** (0,0000)	3,14132**** (0,0000)	
R ² não ponderado	0,2450	0,2879	
F	264959,0	4313,223	
<i>p-value</i>	0,0000	0,0000	
DW não ponderado	1,0981	0,9026	
Amostra			431
λ^2 (<i>Chi-square</i>)			20519,33
Graus de liberdade			330
<i>p-value</i>			0,000

Apêndice 5 – Lista de Figuras



Em que:

V1 = variância da variável exógena IGC;

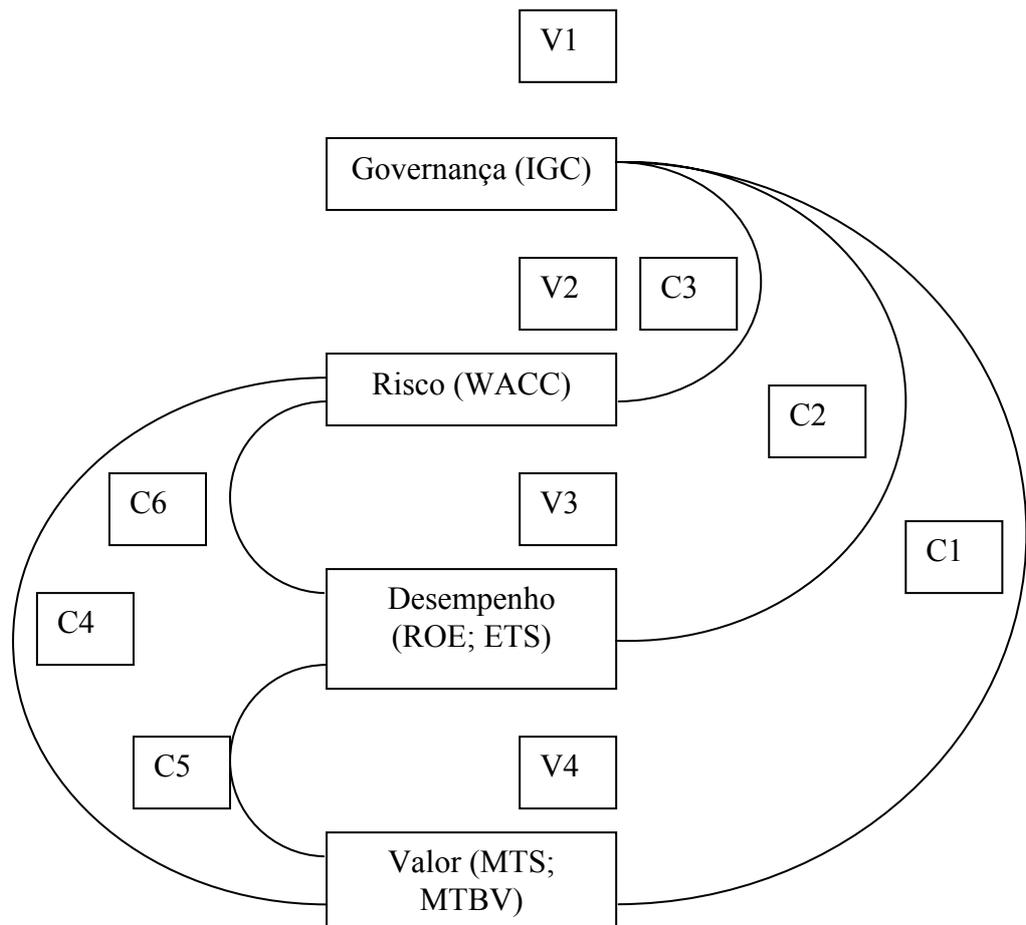
W1 = peso da governança sobre risco;

W2 = peso do risco sobre valor;

W3 = peso da governança sobre desempenho;

W4 = peso do desempenho sobre valor.

Figura 2: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 1 a 4



Em que:

V1 = variância da variável governança;

V2 = variância da variável risco;

V3 = variância da variável desempenho;

V4 = variância da variável valor;

C1 = covariância entre governança e valor;

C2 = covariância entre governança e desempenho;

C3 = covariância entre governança e risco;

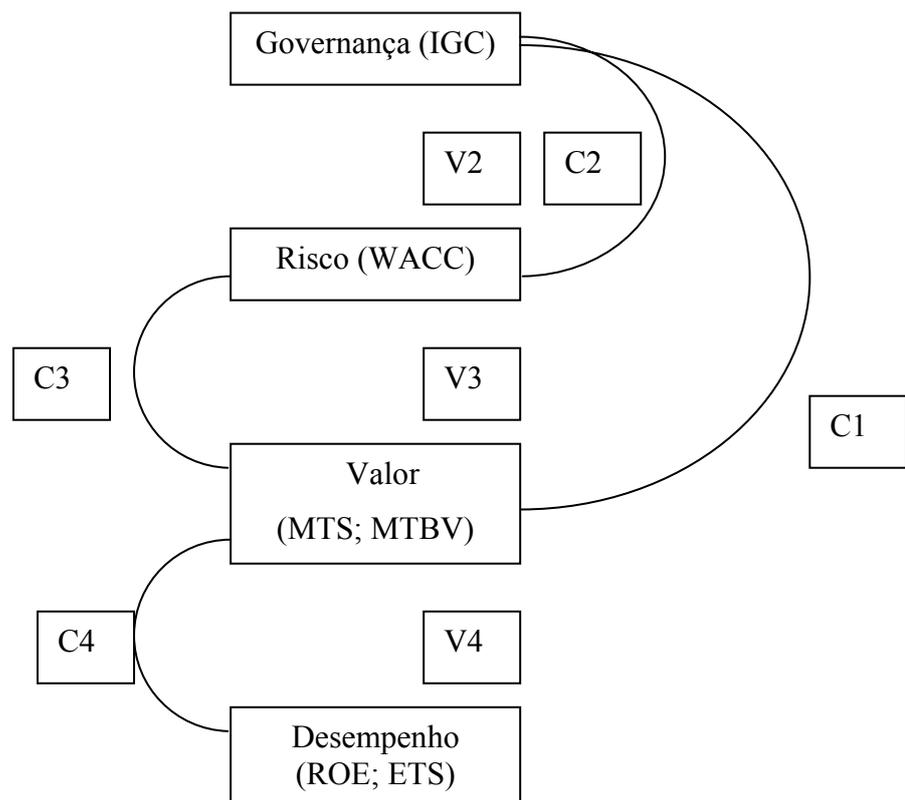
C4 = covariância entre risco e valor;

C5 = covariância entre desempenho e valor;

C6 = covariância entre risco e desempenho.

Figura 3: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 5 a 8

V1



Em que:

V1 = variância da variável governança;

V2 = variância da variável risco;

V3 = variância da variável valor;

V4 = variância da variável desempenho;

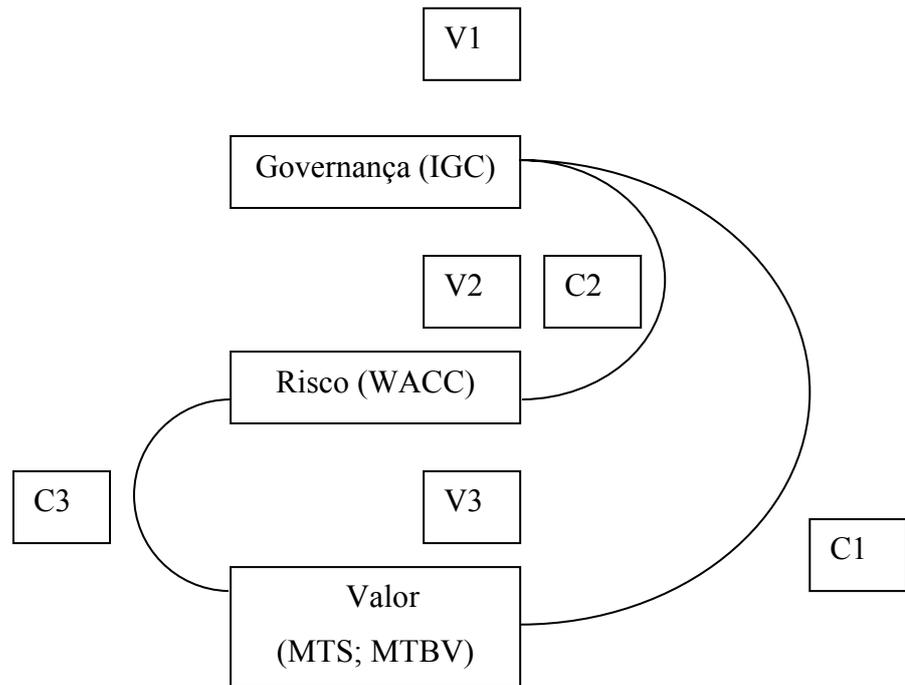
C1 = covariância entre governança e valor;

C2 = covariância entre governança e risco;

C3 = covariância entre risco e valor;

C4 = covariância entre desempenho e valor.

Figura 4: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 9 e 10



Em que:

V1 = variância da variável governança;

V2 = variância da variável risco;

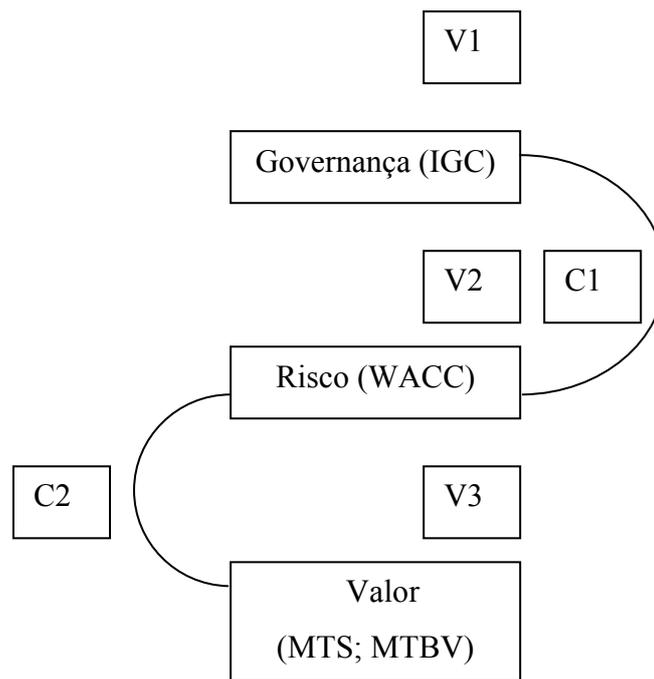
V3 = variância da variável valor;

C1 = covariância entre governança e valor;

C2 = covariância entre governança e risco;

C3 = covariância entre risco e valor.

Figura 5: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 11 e 12



Em que:

V1 = variância da variável governança;

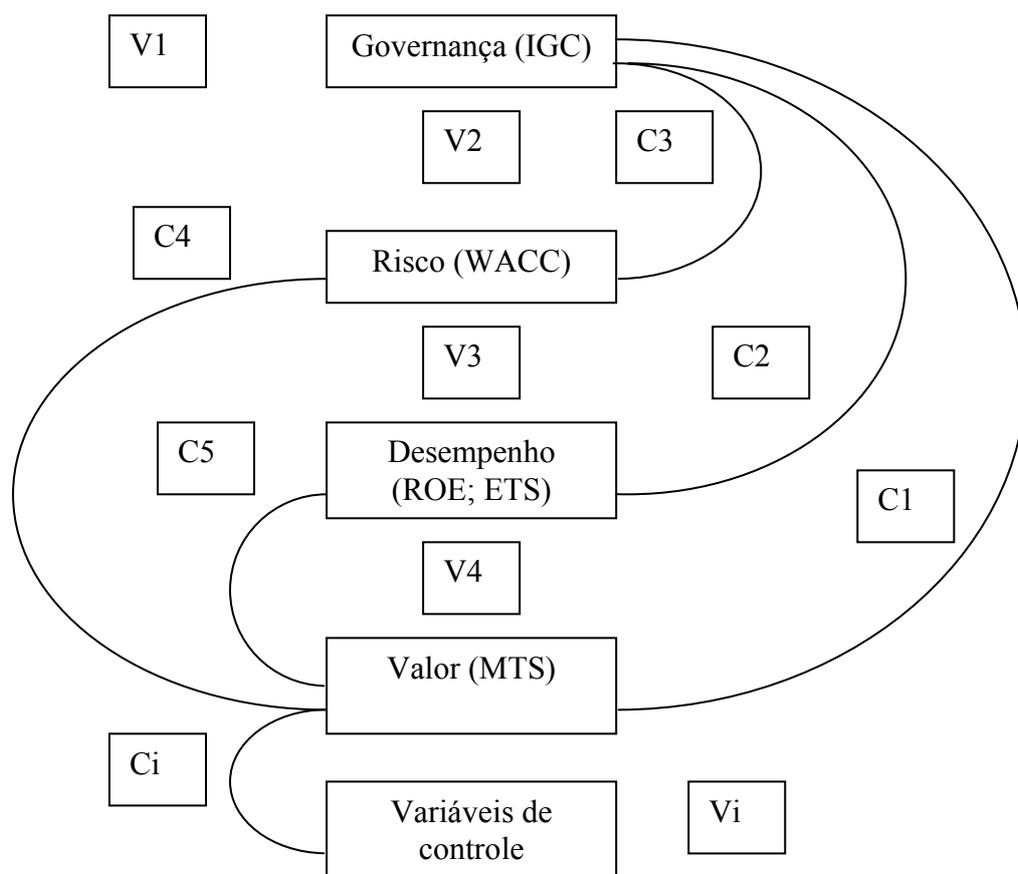
V2 = variância da variável risco;

V3 = variância da variável valor;

C1 = covariância entre governança e risco;

C2 = covariância entre risco e valor.

Figura 6: Diagrama de caminhos do modelo de estudo de número 13



Em que:

V1 = variância da variável governança;

V2 = variância da variável risco;

V3 = variância da variável desempenho;

V4 = variância da variável valor;

Vi = variância das variáveis de controle;

C1 = covariância entre governança e valor;

C2 = covariância entre governança e desempenho;

C3 = covariância entre governança e risco;

C4 = covariância entre risco e valor;

C5 = covariância entre desempenho e valor;

Ci = covariância entre variáveis de controle e valor.

Figura 7: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 14 a 18