



Relação entre Governança Corporativa e o Desempenho de Empresas de Capital Aberto: Estudo Comparativo Brasil e França

Resumo

As boas práticas de governança corporativa são adotadas, atualmente, por empresas que desejam ser vistas como investimentos seguros e líquidos, e, dessa forma, atrair recursos de investidores que, por sua vez, exigem retornos consideráveis sobre o capital aplicado. Fundamentando-se, primordialmente, na Teoria da Firma proposta por Coase (1937), na Teoria da Agência proposta por Berle e Means (1932) e nos Custos de Agência de Jensen e Meckling (1976), este trabalho, por meio da análise do desempenho das empresas de capital aberto relacionadas nas Bolsas de Valores de São Paulo e Paris, com base em dados de 2005, período deste estudo, estudou a relação entre práticas de governança corporativa e desempenho financeiro das empresas, utilizando-se dados de 2005 para uma amostra constituída por 592 empresas francesas e 222 empresas brasileiras. Pelo método de Mínimo Quadrados Ordinários (MQO), utilizando-se as variáveis ROA, ROE, ROCE e ROIC como *proxies* para a mensuração do desempenho das empresas, foram analisadas sete variáveis. Os resultados destas variáveis corroboram os obtidos por outros pesquisadores, como Bruni (1998), Rogers (2006) e Alencar e Lopes (2005). Neste estudo, a amostra francesa obteve, de maneira geral, um R quadrado ajustado mais significativo para todas as variáveis verificadas do que a amostra do Brasil.

Palavras-chave: Governança corporativa; Valor; Desempenho Financeiro.

Abstract

Good corporate governance practices are currently adopted by companies that wish to be seen as safe and liquid investments, and thus attract investor resources, which in turn require considerable returns on applied capital. Based primarily on the theory of the firm proposed by Coase (1937), in the Agency Theory proposed by Berle and Means (1932) and in the Agency Costs of Jensen and Meckling (1976), this work, through analysis of the performance of publicly traded companies listed on the São Paulo and Paris Stock Exchanges, based on data from 2005, the period of this study, studied the relationship between corporate governance practices and companies' financial performance, using 2005 data for a sample comprising 592 French companies and 222 Brazilian companies. Using the least squares (OLS) method, using variables ROA, ROE, ROCE and ROIC as proxies for the measurement of company performance, seven variables were analyzed. The results of these variables corroborate those obtained by other researchers, such as Bruni (1998), Rogers (2006) and Alencar and Lopes (2005). In this study, the French sample obtained, in a general way, a more adjusted square R for all verified variables than the Brazilian sample.

Keywords: Corporate Governance; Value; Financial Performance.



1. Introdução

O papel da governança corporativa nas organizações é assunto recorrente em muitas publicações. Pesquisa-se o emprego de mecanismos de governança corporativa (como concentração da estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de capital, presença de um mercado de aquisições hostis, política de remuneração, etc.) como estratégia para aumentar o valor de mercado das empresas bem como melhorar o desempenho financeiro. Sob a perspectiva organizacional é notória a necessidade da incorporação de boas práticas de governança corporativa para a proteção dos interesses dos *stakeholders* (Da Silva Macedo, 2012). Na ótica financeira, a governança corporativa serve para proteger os acionistas quando ocorre a pulverização da propriedade e pela dispersão do número de acionistas, que adotam uma postura passiva em relação ao controle das empresas (Rosseti & Andrade, 2012). Avaliam-se também os impactos das características do conselho de administração no valor e no desempenho das empresas (Almeida, 2012).

É indiscutível a relevância da contribuição de muitos autores a respeito das boas práticas de governança corporativa e do resultado de sua aplicação nas empresas (Shleifer & Vishny, 1997; Silveira, 2002; Correia, Amaral & Louvet, 2011; Almeida, *et al.*, 2010). Entretanto, muito há que se explorar neste campo de pesquisa a fim de se construir um arcabouço teórico ou evidências empíricas definitivas acerca de como (e se) os mecanismos de governança influenciam o desempenho financeiro das empresas e sobre como esses mecanismos se relacionam ao valor de mercado das ações das corporações.

Os mercados de capitais são fundamentais para o desenvolvimento econômico de um país, por alocar poupança a recursos de investimentos, função que, ao ser desempenhada, fornece sinais importantes à formação dos preços dos títulos, que devem refletir as informações existentes no sistema econômico a qualquer tempo (Malkiel & Fama, 1970). A HEM (Hipótese da Eficiência de Mercado) está baseada na afirmação de que a cotação de uma ação reflete as informações disponíveis a respeito da firma que a emitiu (Salles, 1991). Informações relevantes são aquelas que afetam o fluxo de caixa da firma e as expectativas futuras dos investidores, interferindo no processo de precificação de títulos (Procianoy & Antunes, 2001).

Visando contribuir para o desenvolvimento do conhecimento nesse campo este artigo está focado no seguinte problema: em que medida a adoção de boas práticas de governança corporativa influencia o desempenho das empresas do Brasil e da França?

Estudos nesse sentido se justificam sob várias perspectivas. Primeiramente, tem-se a escassez de estudos que enfoquem governança corporativa em empresas de países distintos, devido principalmente à disponibilidade de dados. Além disso, destaca-se a importância da comparação dos resultados em economias de porte, maturidade e grau de desenvolvimento tão diferentes, como Brasil e França. Ademais, ressalta-se a importância do tema em si, já que constitui fator fundamental para avaliação e entendimento do comportamento do mercado. Finalmente, é relevante entender como a conjuntura da governança dos últimos anos influenciou as empresas em termos econômico-financeiros.

Diante do exposto, o objetivo deste artigo é verificar se existe relação significativa entre a utilização de práticas de governança e o desempenho econômico-financeiro das empresas componentes da amostra utilizada.



Este artigo está dividido em cinco seções (contando com esta introdução). Na seção 2, é apresentada a revisão da literatura, compreendendo conceitos essenciais para a compreensão da pesquisa realizada. Em seguida, na seção 3, a metodologia empregada no desenvolvimento da pesquisa é detalhada. Os resultados são apresentados e discutidos na seção 4. Por fim, na seção 5, as conclusões do estudos são apresentadas, seguidas das referências.

2. Surgimento da Governança Corporativa e Teoria da Agência

Um dos primeiros registros que se tem sobre a separação entre a propriedade e a gestão das empresas foi apresentado por Adam Smith, em 1776. O autor aponta que não se pode esperar que os diretores das companhias anônimas – ao administrar recurso de terceiros – tenham mesma cautela, por exemplo, que os sócios de sociedade privada (Smith, 1776).

Com a publicação da obra *The modern corporation and private property*, Berle e Means (1932) iniciaram a discussão de Governança Corporativa, abordando aspectos da separação entre controle e propriedade das empresas. Os autores enfatizam a necessidade de um saber acerca das relações entre os dois grupos criados e apontam:

[...] A resposta a essa questão depende do grau em que os interesses próprios dos indivíduos que dispõem do controle possam coincidir com os interesses dos proprietários e, à medida que diverjam, a resposta depende dos entraves ao uso do poder estabelecido por condições políticas, econômicas ou sociais (Berle & Means, 1932, p. 124).

Coase (1937) fundamenta, em grande parte, a explicação para o surgimento da firma. Segundo o economista, a principal razão para a existência da firma está associada à desoneração na realização de tarefas. Sua teoria demonstra que a firma se justifica diante falhas do mercado, e o seu crescimento se deve a menores custos na organização e na execução das tarefas, com aumento das transações organizadas, minoração da ocorrência de erros e diminuição dos preços dos fatores de produção, economia de escala, (Coase, 1937).

A partir do momento em que gestores tomam decisões no intuito de maximizar sua utilidade pessoal em detrimento dos interesses dos proprietários, ocorrem os conflitos de agência, segundo Jensen e Meckling (1976). Considerado como o principal precursor para o estudo da governança corporativa, a obra *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure* aborda a teoria da agência, a teoria dos direitos de propriedade e a teoria de finanças e seus fundamentos (Jensen & Meckling, 1976).

Para Jensen e Meckling (1976), as despesas no monitoramento dos agentes por parte do principal, as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte dos agentes e a perda residual constituem os custos de agência. Ainda segundo os autores, estes custos são tão reais quanto quaisquer outros custos no ambiente econômico e o nível desses custos depende de alguns aspectos, como o nível de regulamentações, do direito consuetudinário e da capacidade humana de elaboração de contratos.

Muitas são as abordagens para a governança corporativa e muitos conceitos são atribuídos em função dessa profusão de abordagens. O *Cadbury Report* (1992) define governança corporativa como o sistema por meio do qual as companhias são dirigidas e controladas.



Segundo a *Organisation For Economic Co-Operation And Development* – OECD, governança corporativa é

[...] um conjunto de relações entre os gestores de uma companhia, seu Conselho de Administração, seus acionistas e outros *stakeholders*. A governança corporativa também estabelece a estrutura através da qual são fixados os objetivos da companhia, são determinados os meios para alcançar esses objetivos e as formas de monitoramento de desempenho (OECD, 2004, p. 11).

Shleifer e Vishny (1997), por sua vez, definem governança corporativa como mecanismos de cunho legal e econômico, ajustados por meio de processos políticos, que proporcionam segurança aos investidores no retorno de seus investimentos. Esta abordagem mais econômica e financeira é uma das muitas vertentes existentes para a definição de governança. Em 2001, uma visão mais social, abrangendo aspectos do relacionamento entre os agentes, foi formulada por Paxon e Wood (2001, p.128), quando definiram governança corporativa como regras, procedimentos e administração dos contratos de uma empresa com seus acionistas, credores, empregados, fornecedores, clientes e autoridades governamentais.

Corroborando a visão dada por Paxon e Wood (2001), Mathiesen (2002) entende que a governança corporativa, como sistema normativo, tem foco na monitoração dos estatutos legais, dos termos contratuais e das estruturas organizacionais. Dessa forma, a governança corporativa conduz o administrador à gestão eficaz da empresa e ao aumento das taxas de retorno para os acionistas. Para Carvalho (2002), a governança consiste em um conjunto de mecanismos para fazer com que os administradores ajam em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, de forma a minimizar o oportunismo da gerência.

Como visto, não há consenso e definição exclusiva para a governança. Renomados autores definem governança corporativa como um conjunto de mecanismos desenvolvidos para que a empresa seja gerenciada, dirigida e controlada em consonância com os interesses de seus *stakeholders*, principalmente os financeiros; outros tendem a caracterizá-la como um conjunto de mecanismos, internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes dos problemas de agência. Contudo, cada autor, de acordo com sua perspectiva, define governança corporativa e muito há que ser debatido sobre o tema. É fundamental buscar aperfeiçoamento de princípios e métodos que permitam mais confiabilidade na administração das empresas e potencialização de processos que protejam o interesse dos acionistas e evitem conflitos de agência, como os chamados mecanismos de governança.

Os mecanismos de governança corporativa foram elaborados ao longo dos anos, tendo como base os pressupostos da teoria econômica e tiveram sua visão ampliada por outros segmentos do mercado (economistas, contadores e sociólogos), ao introduzirem suas diferentes perspectivas do ato de governar, surgindo daí o modelo financeiro, a teoria da representação, a teoria dos *stakeholders* e o modelo político.

Um dos mecanismos de governança corporativa é a composição do conselho de administração. Nos últimos anos, acadêmicos, associações profissionais e organismos multilaterais têm se dedicado à análise do perfil dos integrantes destes órgãos (Lodi, 2004). Trata-se de um órgão existente em todas as empresas de capital aberto, de caráter deliberativo e integrado por profissionais eleitos pelos próprios acionistas. Suas atribuições estão definidas, inicialmente, na Lei nº 6.404, no art. 142, da Lei das Sociedades Anônimas, de 15 de dezembro de 1976 e, posteriormente, alterada pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de



2001. A Lei das S.A. destaca, especificamente, a participação dos conselhos de administração com relação às funções de controle, à fiscalização da gestão dos diretores e ao exame de livros e papéis da companhia, dos contratos celebrados e de quaisquer outros atos ligados à administração da empresa.

Ocupando posição estratégica no sistema de governança corporativa, a constituição do conselho administrativo revela-se de fundamental importância na maioria dos países, incluindo funções amplas, como a de acompanhar a gestão de maneira imparcial, contribuir ativamente para o desenvolvimento de estratégias e planejamento sucessório, proporcionar fidedignidade e assertividade dos relatórios financeiros, dentre outras. Por este motivo, o conselho de administração vem aumentando gradativamente seu papel nas empresas. Segundo Wong (2009), grandes esforços vêm sendo empregados em prol da melhoria da formalização e da responsabilização dos conselhos e suas atribuições.

Amplamente pesquisada por acadêmicos norte-americanos, na maior parte dos casos analisando-se os efeitos de diferentes composições destes órgãos, a formatação ideal para os conselhos de administração tem gerado resultados muito variados. Byrd e Hickman (1992) por exemplo, mostram que há uma relação não linear entre a presença de conselheiros externos e a criação de valor para o acionista. Já Agrawal e Knoeber (1996), analisando o desempenho de 400 companhias americanas, entre 1983 e 1987, identificaram uma relação significativamente negativa entre a maior presença de conselheiros independentes e o retorno sobre o preço de mercado das ações.

Chiang e Lin (2007) analisaram a relação entre estrutura de propriedade, composição do conselho de administração e sua influência na produtividade de 232 empresas industriais de Taiwan, no período de 1999 a 2003. Constataram, dentre outros aspectos, que a dualidade de funções *Chief Executive Officer* (CEO)/presidente do conselho, em firmas que não são conglomerados, gera maior produtividade. Pesquisando empresas canadenses, Bozec e Dia (2007) verificam relação positiva entre a independência do conselho e desempenho, quando o mercado é desregulamentado. Por outro lado, foi observado, neste mesmo estudo, relação negativa entre proporção de servidores públicos no conselho e desempenho, quando as empresas estatais são submetidas às regras do mercado.

No Brasil, pesquisando os impactos das características do conselho de administração no valor e no desempenho das empresas, Almeida (2012) analisou uma amostra de 38 empresas do setor de energia elétrica, no período de 2005 a 2010. Com o objetivo de avaliar se algumas características dos conselhos de administração, como, por exemplo, tamanho, presença feminina, independência dos conselheiros e separação entre diretor executivo e presidente, podem afetar o valor e o desempenho das firmas, o autor constatou relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho. A independência do conselho também apresentou relação positiva com desempenho. No entanto, não houve significância estatística para a variável de valor.

Outro mecanismo apontado como de fundamental importância para a governança corporativa é a estrutura de propriedade e controle. Segundo Shleifer e Vishny (1997), países como EUA, Alemanha, Reino Unido e Japão mantêm um sistema de governança corporativa efetivamente bem sucedido devido à sua forma de estrutura de propriedade e proteção legal dos investidores. Na literatura de administração financeira, prevalece o modelo norte-americano, segundo o qual a estrutura de propriedade é majoritariamente dispersa entre pequenos acionistas, como apontam Berle e Means (1932). Analisando a composição acionária das companhias, estes autores concluíram que, à medida que a riqueza em ações foi se dispersando, a propriedade e o controle sobre a riqueza dos acionistas foram exercidas por



pessoas distintas e as consequências entre a dissociação entre propriedade e controle, como argumentam, seriam maléficas à organização, em casos de divergências de interesses entre o principal e o agente.

Outro mecanismo preponderante para a qualidade da governança administrativa são as políticas de remuneração e incentivo aos gestores. Seguindo a teoria proposta por Jensen e Meckling (1976), as situações em que ocorre alguma delegação de tomada de decisões geram relacionamentos de agência e, infelizmente, não há maneiras de se garantir que o agente agirá sempre de acordo com os interesses do principal. Segundo Wong (2009), os investidores externos encontram dificuldades em acompanhar ativamente a gestão e, para garantir que executivos e gestores agirão tendo em mente os interesses da organização, a política de incentivos assume papel fundamental. O estabelecimento de incentivos adequados, como sugerido por Jensen e Meckling (1976), poderia limitar tais divergências entre agentes e principais.

Para Shleifer e Vishny (1997), estes instrumentos de compensação têm a função de garantir que os fornecedores de capital terão seus lucros retornados pelos administradores da organização, evitando apropriação indevida do capital que lhes forneceram e investimentos em projetos de baixa viabilidade e retorno, tornando-se, dessa forma, um instrumento de controle dos agentes. Como cita Jensen (1998), tais mecanismos têm a função de recompensar ou punir agentes em função de sua performance para a maior eficiência da empresa e, para Fama (1980), uma ameaça de demissão em caso de baixas rentabilidades.

Sendo exercido em maior ou menor grau, variando de país para país, o quarto mecanismo de governança corporativa aqui apresentado refere-se à proteção aos acionistas minoritários. Dependendo do *enforcement* local e do contexto legal em que a empresa está inserida, conforme observa La Porta (1998), a origem das regras às quais se submetem as empresas ajuda a explicar porque as empresas apresentam estruturas de capital e de propriedade tão diferentes em países distintos.

Esse mecanismo de governança tem a possibilidade influenciar, inclusive, a disponibilidade de financiamento por parte dos investidores, já que a proteção e o ambiente legal no qual as firmas estão inseridas e os títulos foram emitidos podem oferecer maiores ou menores garantias de cumprimento das obrigações, possibilitando, assim, minoração dos custos do financiamento, como sugerem La Porta *et al.* (1998, 2000). Dessa forma, eventuais comportamentos inapropriados de gestores podem ser controlados pelo ambiente institucional legal, garantindo aos credores retornos sobre seus investimentos.

O quinto e último mecanismo de governança corporativa aqui apresentado trata da confiabilidade e da segurança dos resultados apresentados pelas empresas. A qualidade e a transparência com as quais as informações são divulgadas constituem a base da tomada de decisão dos investidores. Estes investidores valem-se das informações publicadas pelas companhias para efetuar suas previsões, como, por exemplo, a estimação dos fluxos de caixa futuros, como enfatiza Correia (2008). Segundo a autora, a transparência nas informações determina a forma como investidores irão se comportar, já que as informações financeiras fornecem posições acerca da situação patrimonial, financeira, de lucratividade e aplicações dos recursos das empresas, e influenciam a postura de investidores, que analisam o momento em curso da firma e aliam esta informação ao passado para inferir sobre o futuro da entidade. Corroboram esta afirmação Schadewitz e Blevins (1998) ao afirmarem que “investidores racionais, percebendo potenciais riscos, evitam assumir posição acionária em companhias cuja quantidade e qualidade de abertura de informações é consistentemente abaixo das expectativas”.



Este mecanismo busca a redução da assimetria de informações entre investidores internos e externos, e a minoração dos conflitos de interesses entre as partes. Para Wong (2009), a transparência (ou *disclosure*) é o mecanismo mais amplamente utilizado pelas empresas e as organizações, em sua busca pela transparência, visam alcançar os seguintes objetivos:

- a) fornecer informações suficientes e oportunas sobre o desempenho das empresas, as perspectivas e os riscos, a fim de facilitar as decisões de investimento pelas empresas; b) assegurar a adequada padronização das informações, que permitem avaliação de resultados de diferentes empresas; c) equalizar o acesso à informação entre *insiders* e *outsiders* e reduzir a possibilidade de abusos decorrentes da assimetria de informação; [...] d) gerenciar conflitos de interesses entre os proprietários, a gestão, os intermediários e outras partes (Wong, 2009, p. 2-3).

Com a finalidade de proporcionar um eficiente funcionamento do mercado de capitais, as empresas utilizam documentos exigidos por órgãos reguladores para fornecer as suas informações, além de fornecê-las via relatórios e demonstrativos financeiros, notas de rodapé, relatórios para imprensa, sites de relacionamento com investidores, além de informações divulgadas via analistas financeiros, especialistas setoriais e a imprensa financeira especializada. Souza (1995) ressalta a importância da igualdade de condições para o acesso às informações em países cujos mercados de capitais são menos desenvolvidos, com a finalidade de aumentar a credibilidade do público no próprio mercado. Verrecchia (2001) argumenta que é possível que a empresa tenha redução de seu custo de capital no momento de suas emissões de ações, e que este fator é motivacional para a redução da assimetria informacional.

3. Procedimentos Metodológicos

O estudo se caracteriza quantitativo segundo Creswell (2010), considerando a abordagem do problema, o modelo de análise de fenômenos e desenvolvimento funcional. Quanto aos objetivos, classifica-se ainda em descritivo, conforme Gil (2002). A amostra da pesquisa é não probabilística, composta por empresas não financeiras listadas nas bolsas de valores de São Paulo e Paris, respectivamente, Brasil e França, com exclusão das empresas financeiras em razão de particularidades contábeis do segmento financeiro. Também foram excluídas as empresas com valor contábil de ativos e patrimônio líquido negativo, conforme metodologia utilizada por Leal e Carvalhal da Silva (2005).

Os dados das empresas do Brasil e da França foram tratados como duas amostras distintas em função das características específicas do próprio contexto legislativo e de mercado dos países, especificidades que demandam tratamento distinto de amostras (Beiner *et al.*, 2006). A coleta desses dados foi secundária realizada na base de dados Osiris da França. Assim foram coletados dados de 222 empresas brasileiras e de 592 empresas francesas.

A literatura não apresenta uma forma unânime de variáveis mais adequadas para análise de relações entre a adoção desempenho e práticas de governança corporativa empresarial. Embora a racionalidade dos indivíduos sustente argumentos para redução de custos de agência nas organizações, provenientes da distinção dos papéis dos administradores e dos



proprietários, ou seja, da distinção existente entre os papéis com dimensões entre a tomada de decisão e a propriedade da firma (Correia & Amaral, 2008).

Assim o desempenho das empresas foi mensurado a partir de quatro variáveis dependentes recorrentes nos estudos: Retorno sobre ativos (*Return on Assets* - ROA); Retorno sobre patrimônio (*Return on Equity* - ROE); Retorno sobre capital investido (*Return Over Invested Capital* - ROIC) e Retorno sobre capital empregado (*Return on Capital Employed* - ROCE) que foram explicadas a partir da estrutura das práticas de governança corporativa empresarial, variáveis consideradas independentes nos modelos e explicadas mais adiante nesta seção.

O ROA e o ROE consistem em indicadores contábeis que permitem mensuração direta da lucratividade empresarial, diferem em termos de alavancagem financeira, uma vez que o ROA mensura retorno a partir dos ativos e o ROE do patrimônio líquido, não considerando passivos tais como empréstimos (ROSS *et al.*, 2015). As metodologias de cálculo do ROA e ROE na pesquisa são apresentadas, respectivamente, nas equações 1 e 2.

$$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$$

(Erro!
Apenas o
documento
principal.)

$$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Total do patrimônio líquido}}$$

(Erro!
Apenas o
documento
principal.)

Aprofundando as medidas de rentabilidade, o ROIC permite ainda avaliar o retorno empresarial mediante o capital investido, consiste em um indicador fundamentalista de avaliação de uso mais recorrente no mercado (Perez, 2015; Hertz & Friedman, 2015), provem da razão entre o lucro operacional descontado do imposto de renda e o capital total investido da empresa (Perez, 2015). A variável reflete rentabilidade para acionistas e credores no longo prazo, calculada conforme a equação 3.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Capital investido}}$$

(Erro!
Apenas o
documento
principal.)

Em que: *Nopat* = *Net operating profit after taxes*, consiste no lucro operacional líquido antes de custos e despesas financeiras descontado do imposto de renda, também seria o EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*).

O ROCE, também um indicador fundamentalista de mercado, representa a divisão do EBIT pelo capital empregado que permite mensurar riqueza gerada por esse capital, a eficiência da empregabilidade dos recursos (BLACK, 2016), expresso na equação 4.

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{Capital empregado}}$$

(Erro!
Apenas o
documento
principal.)



Em que se entende como capital empregado tanto à soma entre patrimônio líquido e passivo não circulante, quanto à diferença entre ativo total e passivo total.

As variáveis independentes utilizadas neste estudo para proposição dos modelos de avaliação dos dados fundamentam-se nas cinco dimensões de governança corporativa discutida anteriormente na seção de revisão de literatura: (i) composição do conselho de administração; (ii) estrutura de propriedade e controle; (iii) modalidades de compensação de gestores; (iv) proteção aos acionistas minoritários e (v) transparência das informações publicadas. Os modelos de avaliação da influência das práticas de governança corporativa sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras e francesas foram propostos e estimados a partir de regressão *cross-section* pelo método de mínimos quadrados ordinários. Assim foram estimados e avaliados quatro modelos, levando-se em consideração as quatro *proxies* de desempenho (ROA, ROE, ROIC e ROCE) e as oito variáveis explicativas apresentadas no quadro 1 para cada uma das amostras de dados.

Quadro 1 – Variáveis atribuídas as práticas de governança corporativa das empresas

Variável	Definição
Marketcap	Quantidade de ações multiplicada pelo preço da ação.
Noadvisor	Número de conselheiros do conselho de administração.
Nocompingroup	Número de empresas no grupo.
Nodirecmang	Número de diretores/gerentes.
Noshareh	Número de acionistas.
Nosubsid	Número de subsidiárias.
Numdividendo	Número de dividendos distribuídos anualmente.
Ownotman	Número de proprietários que não exercem atividades

Fonte: Elaborado pelos autores.

4. Análise de Resultados

Tendo em vista os objetivos deste estudo, foi observada, por meio do modelo de Mínimos Quadráticos Ordinários, maior significância estatística e maior correlação das variáveis nos modelos empregados para a amostra da França quando comparados a amostra do Brasil como demonstra a Tabela 1 abaixo. Os resultados demonstram que o modelo que utiliza a variável ROA com base na receita líquida apresenta elevada significância estatística para a variável MarketCap em ambas as amostras, tendo maior poder explicativo para a amostra brasileira (ao nível de 0,1%) do que para a amostra francesa (ao nível de 1%). Levando-se em conta a teoria da agência, este resultado correlaciona o tamanho da empresa com sua capacidade de geração de retorno possibilita inferir que se, por um lado, empresas mais jovens poderiam ser observadas como as que apresentam maiores taxas de crescimento, tendo em vista sua flexibilidade e potencial de expansão por meio de novas tecnologias, por outro, os dados apontam para o fato de que empresas de maior porte tenderam a apresentar maiores retornos.



Esse coeficiente positivo é usualmente associado à maior maturidade alcançada por essas organizações, assim como pela tendência de sobrevivência apenas das organizações mais adaptadas ao meio no qual se desenvolvem. Além disso, segundo alguns autores, o tamanho da empresa é positivamente relacionado com o endividamento, ou seja, maiores empresas tendem a ter maior acesso a endividamento, custos menores e é considerado uma *proxy* inversa para falência (Titman & Wessels, 1988, Leandro, 2006; Antoniou, Guney & Pauyal, 2002; Perobelli & Famá, 2002, 2003).

Destaca-se, assim, o fato de que, no Brasil, o tamanho das empresas está significativamente mais vinculado ao desempenho das organizações do que na França. Dentre as possíveis explicações para isso, é possível destacar a hipótese de o mercado brasileiro estar mais vinculado à eficiência de custos de grandes organizações vinculadas ao setor primário, como Vale e Petrobrás.

Tabela 1 – R Quadrado Ajustado das variáveis da França e do Brasil

	França	Brasil
ROANETINC	0,1377	0,2104
ROENETINC	0,07682	0,06897
ROCENETINC	0,1283	0,07519
ROINETINC	0,1207	0,06456

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme demonstram as Tabelas 2 e 3 abaixo, para a amostra francesa o número de conselheiros (NOADVISOR), apresentou coeficiente positivo significativo a 0,1%, indicando, conforme esperado, que a maior quantidade de conselheiros estaria positivamente correlacionada ao desempenho da empresa. Uma hipótese para as inferências sobre a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho e o valor de mercado das empresas está relacionada ao seu desempenho passado. Levando em consideração que o aumento do número de membros num conselho de administração o torna um órgão com maior poder de monitoração, um aumento no número de membros pode ser resultado de tentativas da administração de recuperar empresas com fraco desempenho gerencial, o que explicaria alguns resultados encontrados, em que um conselho maior está ligado a fraco desempenho e baixo valor de mercado.

Após a melhora no desempenho da empresa, causada por um maior nível de monitoração, o tamanho do conselho de administração poderia diminuir em virtude da adequação deste órgão ao novo nível de monitoração pretendido, sendo este menor quando a empresa em questão mostrasse recuperação (Yermack, 1996; Eisenberg *et al.*, 1998). Para Eisenberg *et al.* (1998), a influência que o tamanho do conselho de administração exerce no valor de mercado das empresas não se dá pelo aumento do número de membros em si, porém, pelo aumento do número de conselheiros independentes, que está positivamente correlacionado com o aumento do número de membros do conselho de administração. Segundo os autores, os conselheiros independentes apresentam um viés para rejeitar projetos mais arriscados, mesmo que estes projetos sejam benéficos para a empresa. Desse modo, a rejeição de projetos considerados mais arriscados, mesmo sendo lucrativos, pode diminuir o valor de mercado da empresa.



A variável, no entanto, não traz referências com relação à qualidade ou à origem dos conselheiros, elemento de grande relevância. Na amostra brasileira as quantidades de conselheiros (NOADVISOR) e de acionistas (NOSHAREH), diferentemente do observado no caso dos dados das empresas francesas, não apresentaram significância estatística. A não significância da quantidade de conselheiros aponta para a hipótese de que empresas com maiores quantidades de conselheiros não necessariamente fazem bom uso de suas capacidades. Hipótese alternativa estaria vinculada à possibilidade de as empresas com poucos conselheiros serem capazes de extrair informações de tanta qualidade quanto as organizações com quantidades maiores. Terra e Lima (2006), Silveira e Barros (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011), Bebchuk e Weisbach (2010), Claessens e Yurtoglu (2013) e Cunha e Politelo (2013) apontam o conselho de administração como fator fundamental, em qualquer sistema de boa governança, contudo, deve-se levar em consideração sua integridade, o tamanho e a prestação de contas da firma e a gestão, incluindo a supervisão e a orientação da diretoria.

Com relação ao número de acionistas da empresa, representado pela variável number of share holders (NOSHAREH), os resultados apontam para um coeficiente negativamente correlacionado com a variável ROA, indicando que elevados números de acionistas estariam associados a empresas de pior desempenho. Nesse sentido, a pulverização da participação societária, usualmente observada como relevante para o desenvolvimento econômico, tendeu a apresentar ROA inferior. Uma das possíveis explicações estaria associada ao afastamento dos sócios do processo decisório das organizações, resultando em um forte conflito de agência em que os gestores tenderiam a desenvolver atividades tendo em vista seus interesses próprios. Morck, Shleifer e Vishny (1989) e Ng (2005) identificaram relação não monotônica entre essas variáveis nos Estados Unidos e na Ásia, respectivamente. O valor da empresa no mercado (Q de Tobin) aumenta quando a concentração é baixa, declina no ponto intermediário e volta a crescer à medida que a propriedade se torna mais concentrada. Já Tian e Twite (2011) encontraram associação fraca entre estrutura de propriedade e eficiência produtiva na Austrália. Khorana, Servaes e Wedge (2007) demonstraram que, nos fundos de investimento dos Estados Unidos, o desempenho da empresa aumenta três pontos percentuais para cada aumento em um ponto percentual na estrutura de propriedade.

Por outro lado, diferentemente do observado nos dados da França, com relação a variável que trata sobre a quantidade de acionistas a pulverização não se destaca como fator explicativo de desempenho, dentre as empresas brasileiras. Nesse sentido, o número de empresas e de fundos detentores de ações das empresas brasileiras não colabora significativamente com o desempenho, conforme poderia ser esperado tendo em vista a teoria. Poderia se esperar que organizações com maior número de acionistas capazes de influenciar o processo de condução da empresa alcançariam resultados mais adequados, do ponto de vista dos acionistas de forma geral, uma vez que evitariam a concentração do poder de decisão em quantidades pequenas de acionistas controladores.

Claessens e Yurtoglu (2013) afirmam que, para a boa governança, é indicado que o grupo controlador se apresente com menos que a metade das ações com direito a voto. Cunha, Santos e Santos (2017) observam em seu estudo relação positiva do desempenho com as variáveis que dizem respeito à estrutura de propriedade e controle, sendo tratada como importante mecanismo interno de controle da governança corporativa. Os autores verificam também que a variável que se refere ao relacionamento com os investidores obteve relação positiva e significativa com o valor, o que poderia ser explicado pelo fato de as empresas possuírem portais dedicados à governança e divulgarem informações de forma transparente e correta sem haver reapresentações. Isso contribuiria com a confiança dos *stakeholders* junto



às firmas diante do mercado. Laoworapong, Supattarakul e Swierczek (2018) observam em seu estudo de empresas tailandesas que a participação efetiva dos conselhos de administração influenciam positivamente no desempenho das organizações, e que, de acordo com a Teoria da Agência, elevados padrões de compensação dos gestores estão diretamente relacionados com o aumento da sua eficiência e aumenta anualmente a performance e o valor a longo prazo das empresas.

Quando Pratheepkanth, Hettihewa e Wright (2016) comparam conselhos de administração de empresas da Austrália com empresas do Sri Lanka observam que “os maiores conselhos de administração da Austrália tem uma influencia significativamente mais forte na performance das firmas do que os pequenos conselhos de administração das empresas do Sri Lanka.” Já Azees (2015) apresenta que os resultados de suas regressões indicam que o tamanho dos conselhos de administração são inversamente correlacionados à performance das empresas, sugerindo que “conselhos menores estão associados a maiores performances das firmas, possibilitado por um monitoramento gerencial próximo (ostensivo)”. Já Zabri, Ahmad, Wah (2016) em sua pesquisa com empresas da Malásia verificam que não existe nenhum relacionamento com o grau de independência do conselho e a performance das empresas. Verificam também que o tamanho do conselho de administração tem correlação fraca e inversa com o ROA e nenhuma correlação com o ROE.

Por fim, o número de dividendos no ano (NUMDIVIDENDO) da amostra francesa para a variável ROA apresenta coeficiente positivo com elevada significância estatística, indicando que a quantidade de dividendos distribuídos por ano estaria diretamente associada ao desempenho da organização. Como propõe Lintner (1956), em seu precursor trabalho sobre a distribuição de dividendos corporativos, os acionistas preferem a estabilidade dos dividendos e o mercado oferece um prêmio para as ações de firmas que apresentam estabilidade ou taxa crescente (gradual) dos dividendos. Segundo o autor, os gestores definem, primeiramente, a política de distribuição de dividendos, e outras políticas, como investimento, endividamento e manutenção de caixa, seriam definidas a partir de um dado volume de dividendos. Cabe ressaltar que, poucos anos depois, Modigliani e Miller (1961) demonstraram que a distribuição do dividendos seria irrelevante para a determinação do valor da firma na ausência de imperfeições do mercado (o valor da firma deveria ser influenciado apenas pelas decisões de investimento da organização).

Tabela 2 – P valor obtido para amostra do Brasil

Coeficientes	ROA		ROE		ROIC	ROCE	
(Intercepto)	0,00256	**	0,00563	**	0,864	0,00466	***
MARKETCAP	3,68e-09	***	0,00559	**	0,105	0,003824	**
NODIRECMANG	0,02043	*	0,463		0,264		
NOSHAREH	0,27933					-0,145238	
NOCOMPINGRIUUP			0,36964				
NOSUBSID	0,09709	.	0,70602		0,239	0,015363	*
NOADVISOR	0,40676					0,145332	
OWNOTMAN	0,12687				0,305		
NUMDIVIDENDO	0,06059	.				0,129823	

Fonte: Resultados da pesquisa.



Tabela 3 – P valor obtido para amostra da França

Coeficientes	ROA		ROE		ROIC		ROCE	
(Intercepto)	0,061473	.	0,044046	*	0,00442	**	0,0538	.
MARKETCAP	6,80E-03	**	0,030247	*	0,00108	**	0,0186	*
NODIRECMANG	0,296478		0,357906		0,31728		0,1586	
NOSHAREH	0,000194	***	0,615719		0,42511		0,1859	
NOSUBSID	0,47233		0,500236		0,38413		0,2944	
NOADVISOR	0,00093	***	0,40158		0,16129		0,0000152	***
OWNOTMAN	0,063042	.	0,000253	***	0,0173	*		
NUMDIVIDENDO	0,000000054	***						

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

5. Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi verificar em que medida a adoção de boas práticas de governança corporativa poderia afetar o desempenho de empresas brasileiras e francesas não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa e na Bolsa de Valores de Paris. A construção deste estudo de natureza descritiva, documental e com abordagem quantitativa fundamentou-se, primordialmente, na Teoria da Firma proposta por Coase (1937), na Teoria da Agência proposta por Berle e Means (1932) e nos Custos de Agência de Jensen e Meckling (1976). Com base nestas teorias e nos dados obtidos por meio da plataforma Osiris, utilizou-se do software R para o tratamento estatístico dos dados e a consequente obtenção de coeficientes para análise. Através do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) Cross Section executado pela aplicação de quatro variáveis dependentes para mensuração do valor da empresa, para a análise da relação entre governança corporativa e desempenho da empresa, este estudo contou com uma amostra de 592 empresas francesas e 222 empresas brasileiras, no ano de 2005.

Assim como apontam Silva, Santos e Almeida (2015), em relação às *proxies* utilizadas como medidas de desempenho, os resultados indicam que as empresas com melhores práticas de governança apresentam desempenhos superiores às aquelas que adotam práticas inferiores. Ressalta-se que, algumas *proxies* utilizadas para mensuração do desempenho das empresas (ROA, ROE, ROIC e ROCE) possuem relação mais forte e maior significância quando correlacionadas a algumas variáveis. Neste aspecto, é preciso salientar que a variável que mensura a quantidade de dividendos distribuídos anualmente pelas empresas apresenta elevada significância estatística para todas os modelos franceses e apenas para um modelo brasileira quando correlacionada à *proxy* ROA. Considerando-se este resultado, tendo como base a Teoria da Agência é possível inferir que para os investidores, as empresas demonstram-se com maior potencial de investimento (já que apresentam melhor desempenho) à proporção em que as práticas de governança corporativa são adotadas.



A alta significância estatística obtida pela variável MARKETCAP, a 0,1%, para a amostra francesa e a 0,01% para a amostra brasileira, denota que o tamanho das empresas está relacionado à qualidade da governança corporativa. De certa forma, grandes empresas apresentam maior capacidade para a elaboração de informações confiáveis, transmitindo, assim, maior credibilidade ao mercado. Outro aspecto que merece destaque refere-se ao número de dividendos distribuídos pelas empresas durante o ano, em que a amostra francesa obteve alta significância estatística (nível de 0,01%) e a amostra brasileira também se mostrou significativa para esta variável, em um nível relativamente menor (10%). É possível inferir a importância da distribuição de dividendos para o mercado, e seu reflexo na variável ROA com base na receita líquida. Segundo Bhattacharya *et al.* (2016), a Governança Corporativa e a Distribuição de Dividendos são medidas substitutas ou complementares para que os gestores consigam diminuir os riscos associados aos conflitos entre os agentes. Ou seja, para evitar custos de agências e conseguir angariar recursos para as firmas, é possível melhorar a governança corporativa demonstrando para o investidor um menor risco, como também se pode recompensá-lo com maiores pagamentos de dividendos ou, ainda, adotar uma estratégia combinando os dois fatores. Já a variável número de acionistas mostrou-se significativa apenas para a amostra francesa. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) explicam que os investidores tendem a não escolher ações de empresas em que poucos acionistas têm o controle total da empresa; mesmo que, no Brasil, existam tipos de ações diferentes referentes ao poder de voto, o fator concentração impacta negativamente nos dividendos.

Sobre a variável número de dividendos, Bruni (1998) relata que o mais interessante para o investidor são os riscos e os retornos esperados dos ativos financeiros. Assim, uma distribuição de dividendos da empresa se pauta no quanto a empresa demonstra um menor risco, práticas de governança corporativas tendem expressar maior segurança e, como o quanto uma empresa paga dividendos pode influenciar o dilema risco-retorno. Nesta mesma linha, Rogers (2006), cujo resultado obtido apontou que, para o período de julho de 2001 a julho de 2005, existem indícios de que melhores práticas de GC, medidas pelo IGC, reduzem a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos, e que empresas que adotam tais práticas têm melhores performances (colhem mais benefícios) no ciclo de crescimento econômico do que empresas que não adotam.

É importante ressaltar algumas limitações do estudo apresentado neste artigo, tais como o emprego de uma amostra não probabilística e a ampla e significativa variabilidade dos resultados obtidos em relação aos diferentes países analisados. Contudo, apesar das limitações identificadas, acredita-se que o estudo contribui de forma relevante para a pesquisa na área. Primeiramente, devido ao emprego de dados relacionados a empresas de capital aberto, não financeira em países com características de mercado tão diferentes. Ademais, enfocaram-se proxies para a mensuração de desempenho correntemente utilizadas em outros estudos e já referenciadas na literatura sobre o tema. Por fim, ressalta-se a constatação de que há muitas diferenças significativas entre as empresas dos países estudados, o que realça a necessidade de estudos focados em setores específicos para aprofundar determinadas análises. Pesquisas futuras poderiam focar a análise em setores específicos da economia destes países, assim como desenvolver análises semelhantes em empresas divididas por setores aplicando-se outras possíveis proxies de mensuração de desempenho e outras variáveis relacionadas aos mecanismos de governança corporativa.



Referências

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.
- Almeida, M. A., dos Santos, J. F., de Medeiros Ferreira, L. F. V., & Torres, F. J. V. (2010). Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa/Evolution of the Quality of the Practical of Corporate Governance: a Study of Nonlisted the Brazilian Companies in Stock Exchange. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 907
- Almeida, R. D. *Governança Corporativa: Análise da composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil. Rio de Janeiro, 2012. 69 p* (Doctoral dissertation, Dissertação de Mestrado-Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro).
- Andrade, A. (2012). ROSSETTI, JP 2012. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *The review of financial studies*, 23(3), 939-961.
- Berle, A., & Means, G. (1932). Private property and the modern corporation. *New York: Macmillan*.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial Economics*, 32(2), 195-221.
- Bruni, A. L., & Famá, R. (1998). Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidências. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 1(7), 71-85.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance* (Vol. 1). Gee.
- Chiang, M. H., & Lin, J. H. (2007). The Relationship between Corporate Governance and Firm Productivity: evidence from Taiwan's manufacturing firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 768-779
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.
- De Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administraç ão da Universidade de São Paulo*, 37(3).
- Carvalho de Alencar, R. (2005). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1).
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *economica*, 4(16), 386-405.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). REMUNERAÇÃO, COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 7(1).
- Creswell, J. W. (2010). Projeto de pesquisa métodos qualitativo, quantitativo e misto. In *Projeto de pesquisa métodos qualitativo, quantitativo e misto*.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.



- IQUIAPAZA, R. A., LAMOUNIER, W. M., & AMARAL, H. F. (2008). Assimetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). *Ad. Sci. appl. Account.*
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy*, 98(2), 225-264.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170.
- Leech, D., & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 159-184.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lodi, J. B. (2004). *Governança corporativa: o governo da empresa eo conselho de administração*. Campus.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Mathiesen, H. (2002). *Managerial ownership and financial performance*. Samfundslitteratur.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- OECD, O. (2004). The OECD principles of corporate governance. *Contaduría y Administración*, (216).
- Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Okimura, R. T., Silveira, A. D., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- Paxon, D., & Wood, D. (2001). Dicionário enciclopédico de finanças. *São Paulo: Atlas*.
- Pratheepkanth, P., Hettihewa, S., & Wright, C. S. (2016). Corporate governance and financial performance: The case of Australia and Sri Lanka. *Corporate Governance*, 7(1), 1-12.
- Procianoy, J. L., & Antunes, M. A. (2001). Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Campinas (Brasil): XXV ENANPAD*, 163-83.
- Rogers, M. (2006). Corporate governance and financial performance of selected commercial banks in Uganda. *Makerere University Business School, Faculty of Commerce. East Africa: Kampala Uganda*.
- Securato, J. C. (2006). Governança corporativa: estudo de médias de retorno entre IGC e Ibovespa no período de Jun/01 à Mar/06.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- da Silva Macedo, M. A., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1).
- Silveira, A. D. M. D. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).



- Smith, A. (1776). The wealth of nations, book 1. *London, Methuen & Co.*
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*, 20, 25-54.
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies.
- Ventura, A. F. A. (2013). Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBovespa.
- Wong, S. C. (2009). Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated version).
- Zabri, S. M., Ahmad, K., & Wah, K. K. (2016). Corporate governance practices and firm performance: Evidence from top 100 public listed companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 287-296.