

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E QUALIDADE DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO DESEMPENHO DE EMPRESAS DE CAPITAL
ABERTO: ESTUDO COMPARATIVO BRASIL E FRANÇA**

Nelha Maura Tavares Ribeiro

Belo Horizonte
2018

NELHA MAURA TAVARES RIBEIRO

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E QUALIDADE DA
INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO DESEMPENHO DE EMPRESAS DE CAPITAL
ABERTO: ESTUDO COMPARATIVO BRASIL E FRANÇA**

Dissertação de Mestrado apresentada ao CEPEAD,
como requisito parcial à obtenção do título de
Mestre em Administração, no Centro de Pós-
Graduação e Pesquisa em Administração da
Universidade Federal de Minas Gerais

Área de Concentração: Finanças

Orientador: Prof. Antônio Artur de Souza, *Ph.D.*

Belo Horizonte
2018

Ficha catalográfica

R484r
2018
Ribeiro, Nelha Maura Tavares.
Relação entre governança corporativa e qualidade da informação contábil no desempenho de empresas de capital aberto [manuscrito]: estudo comparativo Brasil e França / Nelha Maura Tavares Ribeiro. – 2018.

182 f.: il., gráfs. e tabs.

Orientador: Antônio Artur de Souza.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.

Inclui bibliografia (f. 144-155) e anexos.

1. Governança Corporativa – Brasil–Teses. 2. Governança Corporativa – França –Teses. 3. Administração de empresas – Teses. 4. Finanças – Controle – Teses. I. Souza, Antônio Artur de. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. III. Título.

CDD: 658

Elaborada pela Biblioteca da FACE/UFMG. – NMM/065/2018



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

- ATA DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO da Senhora **NELHA MAURA TAVARES RIBEIRO**, REGISTRO N° 638/2018. No dia 20 de abril de 2018, às 14:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Dissertação, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 02 de março de 2018, para julgar o trabalho final intitulado "**Relação entre Governança Corporativa e Qualidade da Informação Contábil e Desempenho de Empresas de Capital Aberto: Estudo comparativo Brasil e França**", requisito para a obtenção do **Grau de Mestre em Administração**, linha de pesquisa: **Finanças**. Abrindo a sessão, a Senhora Presidente da Comissão, Prof. Dr. Antônio Artur de Souza, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra à candidata para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa da candidata. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença da candidata e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO;

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 90 NOVENTA DIAS);

() REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente à candidata pela Senhora Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, a Senhora Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 20 de abril de 2018.

NOMES

ASSINATURAS

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza.....
ORIENTADOR (CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral.....
(CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Ivan Beck Ckagnazaroff.....
(CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo.....
(UNIHORIZONTES/MG)

*Aos meus amados pais; meu marido, Bernardo;
minhas filhas e meus alunos, com carinho.*

AGRADECIMENTOS

Meu maior agradecimento ao meu querido orientador e mentor professor Dr. Antônio Artur de Souza, pelos direcionamentos, conselhos e ensinamentos ao longo deste trabalho; pelas horas e horas de conversa sobre o tema e seus fundamentos, além das orientações sobre a vida na academia e, principalmente, pelo carinho e paciência para conversar sobre os mais diversos assuntos da vida.

Ao professor Dr. Hudson Fernandes Amaral, que me mostrou que nunca é tarde demais, expresso aqui minha admiração eterna por sua pessoa fantástica, pelo professor inspirador, competente e acessível que é. Você mora pra sempre no meu coração.

À minha querida mãe, minha melhor amiga de todos os tempos, pessoa linda e iluminada, que, apesar de partido tão prematuramente, vive no meu coração, no meu olhar, nos meus gestos e trejeitos e nas minhas palavras. Ao meu pai, meu maior amor da vida, minha alma gêmea, meu conselheiro, protetor e colo de todas as horas. Vocês dois significam o mundo pra mim, minha fonte de alegria, minha base. Não há palavras que expressem meu amor, admiração, carinho, respeito e consideração.

Ao meu marido, Bernardo, que acreditou em mim quando nem eu sabia que era possível. A você, meu amor, meu melhor amigo, meu companheiro de jornada, obrigada pelo carinho, amor e paciência, e, principalmente, pelo equilíbrio.

Agradeço pela companhia silenciosa das minhas meninas, durante a escrita, e ao amor incondicional diariamente demonstrado.

À minha nova família, agradeço pelos horizontes: ao meu segundo pai, Sérvulo, por todos os valiosos momentos na sua presença; à minha segunda mãe, Else, pelo exemplo de sucesso e realização profissional e pelo exemplo de mãe, esposa e filha carinhosa e presente, e ao Zé, meu irmão de cabeça, estômago e alma, pela cumplicidade que não precisa de palavras para se comunicar.

À minha eterna chefe, inspiradora da vida, Angélica, agradeço pela convivência diária, pelas horas de conversa, pelas aulas não reveladas de respeito, boas maneiras e relacionamento com o outro. À minha nova chefe, Ana Tomé, pessoa elegante, com um carisma singular e delicadeza ímpar, você me fez enxergar novos caminhos profissionais e uma nova carreira. *And last, but not least*, agradeço a todas as maluquices e risadas da sua pessoa, Chris Gontijo. Pragmaticamente, seu Valdemar afirma: o mundo é pequeno para nós.

As minhas irmãs Letícia, Ana, Becky, Silvia, Bibi e irmãos Gu, Buiu, Strunk, PT, Nhonho e Gustavo, agradeço pela presença de vocês na minha vida. Vocês são, para sempre, mais que amigos.

Aos meus colegas de mestrado e doutorado, obrigada pela companhia e pelas risadas ao longo desses dois anos, especialmente Simone, Dani, Henrique, Diego, Letícia, Camila, Lucas, Andréia e Anelisa. Em especial, agradeço a Cristiano e Sabrina, pela paciência e pela ajuda fundamental neste trabalho.

Às minha colegas de todas as empresas, Tati e Bruna da Ânima; e da Anna Tomé: Dani, Cris, Gi e Tatá, e a super surpresa que um estoque-escritório poderia ter me dado, Cris, dona de uma alegria que viver que contagia e um senso de justiça insuperável. Agradeço a todas vocês pelo ensinamentos, palavras de apoio e pela companhia diária que faz meu dia de trabalho ser mais produtivo e agradável.

Aos meus amigos da Fumec, Bel, Lucas, Flavinha e Sumaya, por despertarem a professora que mora em mim. Aos meus colegas da sala dos professores da Una e do Pitágoras, especialmente Livia, Neimar, Fernanda (saúde), Edmar, Cintia, Toninho e Ana Cris.

A todos os professores do CEPEAD, pelas aulas fundamentais para a minha formação. Especial agradecimento aos professores Dr. Ivan Beck Ckagnazaroff, Dr. Reynaldo Muniz e Dr. Antônio Dias. Agradecimento fundamental a todas as funcionárias e funcionários da Secretaria do CEPEAD, em especial Vera, Ana Paula e Érika, cuja competência enobrece a FACE-UFMG.

Muito obrigada a todos vocês!

*The greatest lesson in life
is to know that even fools
are right sometimes.*

Winston Churchill

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. A qualidade da informação contábil viabiliza a análise do real desempenho financeiro das empresas por meio da redução da assimetria das informações entre *stakeholders*. As informações financeiras figuram como uma das fontes de informação para os usuários externos, possibilitando, entre outros, que estimem o valor futuro da firma. Nos últimos anos, observou-se um esforço mundial no sentido de melhorar a qualidade das informações financeiras, culminando, no Brasil, com a adoção do Padrão *International Financial Report Standards*, ou IFRS (DECHOW e SCHRAND, 2004). Neste 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 dos anos de 2006 a 2015, período deste estudo, estudou-se a relação entre práticas de governança corporativa, qualidade da informação e desempenho financeiro das empresas. A análise da governança corporativa é feita utilizando-se dados de 2006 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 as variáveis Marketcap, NoAdvisor, NoDirecMang, NoShareH, NoSubs, OwnNotMan e Numdividendos. Os resultados destas variáveis corroboram os obtidos por outros pesquisadores, como Bruni (1998), Rogers (2006) e Alencar e Lopes (2005). Adicionalmente, optou-se por analisar a mesma amostra dividindo-se as empresas em dois grupos, ficando reunidas as empresas de materiais básicos e bens industriais no primeiro grupo, e, no segundo grupo, as de consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação. Os resultados apresentaram melhor significância estatística para os grupos das empresas francesas. Já a análise da relação entre qualidade da informação contábil e o desempenho das empresas ocorre a partir de regressões de dados em painel realizada com base no modelo de Dechow e Schrand (2004) e do Modelo Jones Modificado (1995), a partir de *proxies* de qualidade da informação contábil, como conservadorismo, persistência e gerenciamento de resultados. Analisando-se os coeficientes obtidos no primeiro modelo para as variáveis Fluxo de Caixa Livre, Ebitda, Receita Líquida, Nopat e Lucro Líquido é possível inferir que os resultados encontrados corroboram com a pergunta de pesquisa, indicando que existe relação significativa entre a qualidade da informação contábil e o desempenho das empresas estudadas. 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. Dentre as variáveis estudadas por este modelo, para a amostra utilizada é possível observar maior capacidade explicativa para a variável EBITDA, em ambos os países, com um coeficiente semelhante para Brasil e França (0,9546 e 0,9655, respectivamente). Já o segundo modelo analisado, o Modelo Jones Modificado, proposto por Dechow, Sloan e Sweeney, em 1995, visa verificar o gerenciamento das informações contábeis através dos *accruals* discricionários. Apesar da fundamentação teórica, não foi encontrada evidência de que a diferença de variação do EBITDA e do lucro líquido não se provou significativa, quando avaliada em conjunto com a variável ativos fixos e pelo inverso do total de ativos.

Palavras-chave: Governança corporativa. Qualidade da Informação Contábil. Desempenho Financeiro.

ABSTRACT

Companies that wish to be seen as safe and liquid investments adopt good corporate governance practices in order to attract investor resources, which in turn require considerable returns on applied capital. The quality of accounting information makes it possible to analyze the real financial performance of companies by reducing the asymmetry of information between stakeholders. Financial information is one of the sources of information for external users, enabling them, among other things, to estimate the future value of the firm. In recent years, a worldwide effort has been made to improve the quality of financial information, in Brazil this led to the adoption of the International Financial Reporting Standards (DECHOW and SCHRAND, 2004). This work, through the comparative analysis of performance data of publicly traded companies listed on the São Paulo and Paris Stock Exchanges between the years 2006 to 2015, examines the relationship between corporate governance practices, quality of information and financial performance of companies. The analysis of corporate governance is done using data from 2006 for a sample of 592 French and 222 Brazilian companies. Using the least squares method (OLS), ROE, ROE, ROCE and ROIC were used as proxies for the performance measurement of the companies. The variables Markecap, NoAdvisor, NoDirecMang, NoShareH, NoSubs, OwnNotMan and Numdividendos were analyzed. The results of these variables confirm results obtained by other researchers, such as Bruni (1998), Rogers (2006) and Alencar and Lopes (2005). Additionally, the sample was partitioned into two groups: the first comprising of basic materials and industrial goods companies, and second comprising of cyclical consumption, non-cyclical consumption and information technology. The results presented better statistical significance for groups of French companies. On the other hand, the analysis of the relationship between the quality of accounting information and the performance of companies is based on regressions of panel data based on the Dechow and Schrand model (2004) and the Modified Jones Model (1995), based on proxies of quality of accounting information such as conservatism, persistence and results management. Analyzing the coefficients obtained in the first model for the variables Free Cash Flow, Ebitda, Net Revenue, Nopat and Net Profit it is possible to infer that the results found agree with the research question indicating that there is a significant relationship between the quality of the information and the performance of the companies studied. In this study the French sample obtained, in a general way, a more adjusted square R for all verified variables than the Brazilian sample. Among the variables studied by this model, EBITDA presented a greater explanatory capacity for the sample used in both countries, with a similar coefficient for Brazil and France (0.9546 and 0.9655), respectively. The second model, the Modified Jones Model, proposed by Dechow, Sloan and Sweeney in 1995, aims to verify the management of accounting information through discretionary accruals. Despite the theoretical rationale, no evidence was found that the difference in EBITDA and net income variation did not prove to be significant, when evaluated in conjunction with the fixed assets variable and the inverse of the total assets.

Key words: Corporate governance. Quality of Accounting Information. Financial Performance.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	11
LISTA DE TABELAS	12
LISTA DE SIGLAS	12
1. INTRODUÇÃO	15
1.1 Tema.....	15
1.2 Problema da Pesquisa	17
1.3 Objetivos.....	18
1.4 Justificativa	18
2. REVISÃO DA LITERATURA	23
2.1 Introdução.....	23
2.2 Surgimento da Governança Corporativa e Teoria da Agência	23
2.3 Conceitos de governança corporativa.....	27
2.4 Mecanismos de governança corporativa	29
2.4.1 Composição do Conselho de Administração	31
2.4.2 Estrutura de Propriedade e Controle.....	34
2.4.3 Políticas de Remuneração dos Gestores	37
2.4.4 Proteção aos Acionistas Minoritários.....	39
2.4.5 Transparências da Informações Publicadas.....	41
2.5 Qualidade da Informação Contábil	44
2.5.1 Relevância	49
2.5.2 Persistência	51
2.5.3 Conservadorismo	53
2.5.4 Gerenciamento de Resultados.....	54
2.6 Governança corporativa e Qualidade da Informação no Brasil	57
2.7 Governança corporativa e Qualidade da Informação na França	60
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	63
3.1 Caracterização da pesquisa	63
3.2 Unidades de análise e de observação.....	64
3.3 População e amostra.....	65
3.4 Coleta dos dados.....	65
3.5 Definição Teórica e Operacional das Variáveis para Governança Corporativa	66
3.5.1 Variáveis Dependentes para mensuração de desempenho.....	66

3.5.2 Variáveis Independentes.....	69
3.6 Análise dos Dados	73
3.7 Definição dos Modelos de Qualidade da Informação Contábil.....	76
3.7.1 Modelo Dechow e Schrand (2004).....	77
3.7.2 Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).....	78
3.8 Pós-Regressão	79
3.8.1 Teste de Normalidade por Shapiro Wilk (1965).....	80
3.8.2 Teste de Durbin-Watson (1951).....	80
3.8.3 Homocedasticidade.....	81
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	83
4.1 Governança Corporativa.....	83
4.1.1 Governança Corporativa – FRANÇA.....	83
4.1.1.1 Variável ROA.....	84
4.1.1.2 Variável ROE.....	89
4.1.1.3 Variável ROCE.....	91
4.1.1.4 Variável ROIC.....	94
4.1.2 Governança Corporativa – Brasil.....	96
4.1.2.1 Variável ROA.....	96
4.1.2.2 Variável ROE.....	100
4.1.2.3 Variável ROCE.....	102
4.1.2.4 Variável ROIC.....	105
4.1.3 Variável ROA por setores.....	107
4.2 Qualidade da Informação Contábil.....	112
4.2.1 Modelo Dechow e Schrand (2004).....	112
4.2.2 Modelo Dechow e Schrand (2004) por setores	119
4.2.3 Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).....	128
4.2.4 Modelo Jones Modificado por setores (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).....	131
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	135
REFERÊNCIAS	143

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	46
Figura 2	56
Figura 3	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.....	84
Tabela 2.....	84
Tabela 3.....	85
Tabela 4.....	89
Tabela 5.....	89
Tabela 6.....	90
Tabela 7.....	92
Tabela 8.....	92
Tabela 9.....	92
Tabela 10.....	94
Tabela 11.....	95
Tabela 12.....	95
Tabela 13.....	96
Tabela 14.....	97
Tabela 15.....	97
Tabela 16.....	101
Tabela 17.....	101
Tabela 18.....	102
Tabela 19.....	103
Tabela 20.....	103
Tabela 21.....	104
Tabela 22.....	105
Tabela 23.....	106
Tabela 24.....	106
Tabela 25.....	107
Tabela 26.....	108
Tabela 27.....	109
Tabela 28.....	110
Tabela 29.....	111
Tabela 30.....	112
Tabela 31.....	113
Tabela 32.....	114
Tabela 33.....	114
Tabela 34.....	115
Tabela 35.....	115
Tabela 36.....	116

Tabela 37.....	117
Tabela 38.....	117
Tabela 39.....	117
Tabela 40.....	118
Tabela 41.....	119
Tabela 42.....	120
Tabela 43.....	121
Tabela 44.....	122
Tabela 45.....	122
Tabela 46.....	123
Tabela 47.....	124
Tabela 48.....	124
Tabela 49.....	125
Tabela 50.....	126
Tabela 51.....	126
Tabela 52.....	127
Tabela 53.....	128
Tabela 54.....	129
Tabela 55.....	130
Tabela 56.....	131
Tabela 57.....	132
Tabela 58.....	132
Tabela 59.....	133
Tabela 60.....	135
Tabela 61.....	136
Tabela 62.....	136
Tabela 63.....	137
Tabela 64.....	138
Tabela 65.....	139
Tabela 66.....	140
Tabela 67.....	141

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR: *American Depositary Receipts*

BACEN: Banco Central do Brasil

CEO: *Chief Executive Officer*

CFC: Conselho Federal de Contabilidade

CFO: *Chief Financial Officer*

CMN: Conselho Monetário Nacional

CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

EBITDA: *Earn Before Interest, Taxes, Amortization and Depreciation*

FCF: *Free Cash Flow*

IASB: *International Accounting Standards Board*

IASC: *International Accounting Standards Committee*

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

IGC: Índice de Gestão Corporativa

GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles*

Lei das S.A.: Lei das Sociedades Anônimas

NDGB: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

NM: Novo Mercado

NOPAT: *Net Operating Profit After Taxes*

OECD: *Organisation For Economic Co-Operation And Development*

ROA: Return on Assets ou Retorno sobre ativos

ROCE: *Return on Capital Employed* ou Retorno sobre o Capital Empregado

ROE: *Return on Equity* ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido

ROIC: *Return on Invested Capital* ou Retorno sobre o Capital Investido

SEC: *Security Exchange Commission*

SOX: Lei Sarbanes-Oxley

1. INTRODUÇÃO

1.1 Tema

As revoluções que moldaram o curso histórico das instituições do sistema capitalista e a formação do mundo corporativo tiveram como respaldo um fator de alta importância, o desenvolvimento da ciência da administração. Segundo Rossetti e Andrade (2014), as relações históricas que podem ser estabelecidas entre o sistema capitalista, o mundo corporativo e a ciência da administração são de tal ordem que é difícil imaginar qualquer uma destas três categorias históricas sem a ocorrência das outras duas. Apesar das constantes modificações do atual contexto do mercado, em maior ou menor intensidade, em alguns países mais que em outros, traços dos princípios clássicos da administração científica ainda são observados nas empresas, sejam elas de caráter comercial, industrial ou de prestação de serviços. Não obstante as marcantes transformações contemporâneas, ainda são comuns estruturas hierárquicas baseadas na lógica comando-controle, na estratificação funcional em múltiplos níveis e na definição formal de papéis e recompensas que ignoram o contexto no qual as organizações estão inseridas, em detrimento de processos internos formalizados e culturas organizacionais arraigadas.

Mudanças nos processos de trabalho emergem em decorrência da incorporação de insumos e de atividades resultantes dos avanços tecnológicos. Como consequência, observa-se a necessidade de adequação das empresas frente às novas necessidades do mercado, advindas de uma sociedade cujo consumo encontra-se em constante evolução. O surgimento das grandes corporações modernas, propiciado pelo desenvolvimento do mercado de capitais no início do século XX, tem como consequência o surgimento da figura do gestor (BAUER, 2004). O afastamento entre propriedade e controle, bem como a divergência de interesses entre proprietários e controladores, bases conceituais da governança corporativa, revela-se aspecto fundamental para a evolução do mundo corporativo (BERLE; MEANS, 1932). O conjunto de mecanismos que primam pela harmonia entre gestores e proprietários é a consequência eminente da tentativa de resolução do problema de agência, conforme enfatizam Jensen e Meckling (1976).

A dinâmica organizacional depende diretamente do fluxo de recursos e informações provenientes do ambiente ao qual se incorporam, e sua sobrevivência neste meio está condicionada à sua capacidade de induzir agentes que contribuam com tempo e energia para a execução de suas operações. Esta indução é sustentada por sistemas de barganhas com objetivos de obtenção de recursos para serem alocados na consecução de seus propósitos (SCOTT; MEYER, 1994).

O agente, como indivíduo responsável por produzir e conduzir realizações sob influências ambientais e culturais, precisa ter seu papel analisado e compreendido, já que as organizações resultam da constante construção e reconstrução dos processos que as estruturam por obra de seus próprios agentes, que atuam imersos em complexas estruturas sociais que as circundam (MEYER; JEPPELSON, 2000). Na teoria proposta por Berle e Means (1932) existe a possibilidade de os agentes agirem em benefício próprio, em detrimento dos interesses da organização. Surge daí a necessidade de definir sistemas de governança para pautar ações interorganizacionais que permitam a constante evolução das empresas. Ao mesmo tempo, essas práticas devem assegurar a correta conduta dos administradores, já que o problema de agência surge quando o agente, que deveria sempre tomar decisões no melhor interesse do principal, modifica seu comportamento e, em algumas ocasiões, age tendo em vista a maximização da sua utilidade pessoal de forma isolada (JENSEN; MECKLING, 1976).

Muitas empresas não existem de maneira independente dos agentes e é fundamental um sentido de identidade comum entre ambos para a sedimentação da governança e a eficiência dos agentes em sua esfera de atuação. Da mesma forma, a autonomia dos dirigentes é condição indispensável para o pleno desenvolvimento das potencialidades da organização. Tal exercício crescentemente deixa de ser incondicionado e passa, cada vez mais, a ser parametrizado por princípios de responsabilidade e transparência perante diferentes *stakeholders*. Esta é a essência de qualquer sistema de boa governança corporativa (CADBURY REPORT, 1992). A transição contemporânea para o capitalismo sustentável, conduzida principalmente por empresas, além de governos e outras instituições, está focada em valores, mercados, transparência, ciclo de vida de tecnologias, produtos e serviços, e é norteadada pelos princípios da governança corporativa. A sustentabilidade é a base sobre a qual desenvolve-se uma das mais complexas revoluções já vividas por nossa espécie (ELKINGTON; 1997).

1.2 Problema da Pesquisa

A visão de autores que versam sobre a governança corporativa indica que a criação de mecanismos de controle tem o objetivo de minimizar os conflitos de interesse entre agentes e principais, ou entre agente e acionistas minoritários e majoritários. Simultaneamente, a implantação de normas, condutas e regras, bem como a prestação de informações contábeis e financeiras fidedignas, que assegurem o retorno de capital aos provedores de recursos, potencialmente estimula a valorização das ações da empresa e esta valorização acarreta maior demanda, pelos investidores, por estas ações, já que estas empresas demonstram perceber a importância de adotar as melhores práticas de governança corporativa.

É notória a ênfase dada à confiabilidade das informações ao investidor nos artigos seminais que tratam de governança corporativa. Conforme cita Silveira (2002), o conceito de fornecedores de recursos engloba tanto credores quanto acionistas, e sua predisposição à injeção de capital na empresa está frequentemente relacionada à existência e à aplicação de métodos que preconizam a garantia contra o uso inadequado dos recursos disponibilizados, o que, possivelmente, resultaria na perda de valor de seus investimentos.

Parece implícita, portanto, a hipótese de que o valor de mercado de uma empresa é afetado pela estrutura de governança corporativa à qual se submete. Além deste fator, em estudos como o de Lopes (2009) demonstra-se que existe uma associação entre mecanismos de governança corporativa no nível da firma (*firm-level governance arrangements*) e a qualidade da informação contábil divulgada. Para o autor, visando à geração de benefícios futuros aos acionistas, as empresas que vislumbram melhores oportunidades de crescimento tendem a adotar mecanismos de governança mais rígidos, com o objetivo de facilitar o acesso ao capital externo necessário a este fim.

Visando contribuir para o desenvolvimento do conhecimento nesse campo é que se propõe, aqui, analisar o seguinte problema: em que medida a adoção de boas práticas de governança corporativa influencia o desempenho das empresas do Brasil e da França?

1.3 Objetivos

O objetivo geral, neste trabalho, é analisar se o desempenho de empresas não financeiras de capital aberto brasileiras e francesas é influenciado pela adoção de uma estrutura de governança corporativa e a qualidade da informação contábil.

Foram propostos os seguintes objetivos específicos:

- verificar se existe relação significativa entre a utilização de boas práticas de governança e o desempenho econômico-financeiro das empresas componentes da amostra utilizada;
- analisar a relação entre a utilização de boas práticas de governança e o desempenho econômico-financeiro, classificando em setores as empresas componentes da amostra;
- verificar se existe relação significativa entre as dimensões da qualidade da informação contábil (persistência, conservadorismo e gerenciamento de resultados) e seus possíveis reflexos no desempenho econômico-financeiro das empresas componentes da amostra utilizada;
- analisar a relação entre qualidade da informação contábil e seus possíveis reflexos no desempenho econômico-financeiro, classificando em setores as empresas componentes da amostra;
- discutir os resultados obtidos pela análise de dados com base na literatura existente, a fim de verificar se a relação encontrada aponta para o sentido proposto pela teoria.

1.4 Justificativa

Estudar Governança Corporativa justifica-se por sua contemporaneidade e relevância, principalmente após os escândalos contábeis ocorridos no início deste século, nos Estados Unidos (tal como o caso *Enron e WorldCom*) e, mais recentemente, no Brasil (com a OGX, Odebrescht, Andrade Gutierrez e outras). De forma geral, a teoria indica vários benefícios para empresas, investidores e sociedade quando se adota um bom sistema de governança (LA PORTA *et al*, 2000).

Adicionalmente, o ambiente institucional no qual se inserem as empresas pode ser considerado um dos fatores que impactam a qualidade das informações e a governança corporativa. Lopes e Walker (2008) apontam que existe fragilidade do ambiente onde há a predominância do *code law*. Nesses ambientes, caso não haja obrigatoriedade legal, o *enforcement* torna-se fraco, reduzindo, portanto, o incentivo aos gestores pela divulgação de informações oportunas e fidedignas. Os autores relacionam também, como fatores que propiciam a fragilidade do ambiente institucional, a interferência de órgãos reguladores e a expressiva influência fiscal na contabilidade, a inexpressividade das instituições que promovem a governança corporativa e a pequena maturidade e representatividade do mercado de capitais.

Envolvendo finanças, economia, direito, ciências contábeis e outras áreas de estudo, a governança corporativa é um tema complexo, com campo amplo para pesquisa. Seu surgimento e desenvolvimento podem ser considerados recentes para a academia e para o mundo corporativo, mas sua relevância justifica a profusão de estudos e pesquisas, tanto nacionais quanto internacionais, buscando elucidar diferentes questões em sua essência.

Segundo Andrade e Rossetti (2006), são cinco as questões-chave enfatizadas sobre o tema. São elas:

- (1) os conflitos de agência;
- (2) os custos de agência ;
- (3) os direitos assimétricos;
- (4) o alinhamento de interesses e
- (5) os mecanismos de controle.

Fundamentalmente, das cinco questões centrais que norteiam as pesquisas sobre governança que se destacam na literatura especializada, as mais pesquisadas são as relacionadas aos custos de agência e aos conflitos de agência. Atualmente, uma das hipóteses mais importantes para argumentar sobre a racionalidade econômica inerente à aplicação de boas práticas de governança pelas empresas consiste em avaliar se a adoção de tais mecanismos influencia positivamente o desempenho financeiro das companhias. Na literatura é encontrada ampla gama de trabalhos desenvolvidos cuja finalidade é analisar se a governança corporativa está

associada ao valor de mercado e ao desempenho superior da firma (SHLEIFER E VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2002; CORREIA, AMARAL E LOUVET, 2011; ALMEIDA, *et al.*, 2010).

Assume-se o pressuposto de que elevados padrões de práticas de governança corporativa elevam a riqueza dos acionistas e o limite o equilíbrio de interesses dos *stakeholders*. Em sua pesquisa, Leal e Carvalhal da Silva (2005) atestam que a estrutura de governança corporativa influenciou financeiramente, e de forma positiva, o valor de mercado das empresas que compuseram uma amostra estudada por eles, analisando dados do anos de 2003, 2004 e 2005. De acordo com Machado (2013), as pesquisas internacionais que verificam a relação entre governança corporativa e o valor das empresas estão mais avançadas que as brasileiras, dada a maturidade do mercado de capitais no exterior. Contudo, o crescimento de estudos sobre o tema no Brasil avança exponencialmente, como aponta Ribeiro (2013). Além da governança, a contabilidade internacional vem sendo amplamente explorada em virtude importância da evidenciação das informações e da harmonização contábil exigida pelo mercado corporativo (VAZ *et al.*, 2010).

Correia, Amaral e Louvet (2011) desenvolveram um índice para medir a qualidade da governança corporativa no Brasil e validá-lo mediante confronto com indicadores da confiança dos investidores quanto à boa gestão dos fundos pela empresa. Além deste, o Índice de Gestão Corporativa, ou IGC, é calculado para cada uma das empresas em estudo, possibilitando a comparação da evolução da qualidade da gestão corporativa ao longo dos anos. Ao desenvolverem o IGC, os autores levaram em consideração exigências impostas pela legislação brasileira em vigor e as recomendações de institutos e órgãos regulatórios brasileiros.

De Mello (2007), por sua vez, ao fazer a replicação do trabalho de Leal e Carvalhal da Silva fundamenta-se em Hubbard e Vetter (1991) para sustentar a importância de replicações em prol da construção do conhecimento e do desenvolvimento teórico. A autora aponta para a importância da necessidade de verificar se a estrutura de governança adotada pelas empresas é capaz de afetar, positiva e financeiramente, o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Os resultados obtidos pela autora, no entanto, foram conflitantes com os estudos promovidos por seus antecessores. Com a análise dos resultados encontrados levantou-se a possibilidade de as *proxies* utilizadas pelos autores não estarem adequadas.

Numa segunda tentativa, a pesquisadora utilizou a variável Novo Mercado, ou NM, a qual propicia resultados em conformidade com o esperado.

Além de avaliar a relação entre governança e desempenho, pretendeu-se, neste trabalho, analisar a relação entre o resultado econômico-financeiro e a qualidade da informação contábil. Iudícibus (2004, p.25) afirma que “o objetivo básico da contabilidade, [...] pode ser resumido no fornecimento de informações econômicas para vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais”, já que, com o crescente aumento da complexidade e do tamanho das atividades empresariais, as necessidades de informações para todos os usuários da contabilidade tornam-se cada vez mais distintas; investidores e credores geram uma crescente demanda por informações contábeis, para que possam julgar o desempenho do administrador e da empresa, enquanto administradores necessitam de informações acuradas para monitorar a elaboração e execução dos contratos.

Como expõem Mazzioni e Klann (2015), as empresas são motivadas por determinados incentivos na divulgação dos números contábeis, que exercem influência sobre a qualidade dos relatórios, a exemplo da concentração de propriedade (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008; GAIO, 2010; ISIDRO; RAONIC, 2012), da alavancagem financeira (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008; KOHLBECK; WARFIELD 2010), da presença em listagem estrangeira (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008; ISIDRO; RAONIC, 2012), do desempenho econômico (BURGSTAHLER; HAIL; LEUZ, 2006; IATRIDIS, 2010), do nível de desenvolvimento econômico do país (BURGSTAHLER; HAIL; LEUZ, 2006; GAIO, 2010; ISIDRO; RAONIC, 2012), do nível de desenvolvimento financeiro do país (GAIO, 2010; ISIDRO; RAONIC, 2012) e do nível de combate à corrupção (LA PORTA *et al.*, 1998), dentre outros incentivos influenciadores. As empresas que têm operações diversificadas no exterior têm maiores incentivos para fornecer informação financeira abrangente para seus clientes estrangeiros, fornecedores e potenciais investidores (ISIDRO; RAONIC, 2012). Além disso, a concorrência internacional para o capital criou incentivos para melhorar a qualidade e a comparabilidade da contabilidade (LAND; LANG, 2002), e os investidores institucionais e estrangeiros preferem as demonstrações financeiras de alta qualidade ao fazerem investimentos internacionais (BRADSHAW; BUSHEE; MILLER, 2004).

Resultados conflitantes em pesquisas recentes justificam a importância de uma perspectiva sistêmica para os princípios que norteiam a melhoria ao acesso às informações relativas às empresas. De fato, a adoção das normas internacionais de contabilidade constitui grande avanço para o estabelecimento de práticas cada vez mais globalizadas de governança corporativa e fundamenta a necessidade da investigação da relação entre o valor da empresa, a adoção de práticas de governança e a qualidade da informação contábil. Adicionalmente, justifica-se este estudo pela contribuição prática dos seus resultados, que são do interesse de profissionais como contadores, consultores, analistas de mercado, auditores, responsáveis pela elaboração de normas contábeis e, especialmente, os pesquisadores, devido à possibilidade de avaliar como a interação com mercados externos influencia as escolhas das políticas contábeis, reforçando a premissa de que a informação contábil de elevada qualidade pode mitigar os problemas de agência decorrentes da assimetria de informação entre as empresas e os investidores (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Introdução

Nessa seção são relacionados e descritos conceitos fundamentais para a compreensão das teorias formuladas sobre governança corporativa e sobre a qualidade da informação contábil. A fundamentação teórica tem o objetivo de embasar a análise dos dados levantados e, de acordo com o objetivo proposto, verificar se a teoria explicita a existência de relação entre a qualidade da informação contábil, a governança corporativa e o resultado financeiro das empresas de capital aberto do Brasil e da França. A discussão acerca da governança corporativa é orientada, de acordo com Hawley e Williams (1996), por quatro modelos amplamente explorados por acadêmicos, que são o modelo financeiro, foco desta dissertação; o modelo dos públicos relevantes, também conhecido por modelo dos *stakeholders*; o modelo da procuradoria e o modelo político.

Neste capítulo, primeiramente, são identificadas as matrizes sobre as quais se erguem as boas práticas da governança, analisando-se a sua relevância e a necessidade de aplicação ao contexto da época em que se inserem. Também são estabelecidos relacionamentos entre governança e os mecanismos de atuação das diversas escolas de administração. Na sequência, descrevem-se os conceitos e os cinco mecanismos fundamentais da governança corporativa, e, posteriormente, abordam-se o tema da qualidade da informação e os marcos legais inerentes à sua aplicação e, por fim, é feita a revisão da literatura, abordando-se estudos nacionais e internacionais que anteriormente analisaram a governança corporativa, a qualidade da informação contábil e sua relação com o valor de mercado e retorno das empresas em outros países.

2.2 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. Segundo ele, a administração de recursos de terceiros não é feita com tanta preocupação quanto a administração de recursos

próprios. O autor sugere que não se pode esperar que os diretores das companhias anônimas – administrando o dinheiro de outras pessoas, em vez de seus próprios – zelem pelo patrimônio com a mesma vigilância ansiosa com que os sócios em uma sociedade privada frequentemente administram seus recursos (SMITH, 1776).

A evolução das técnicas de produção, e conseqüente o desenvolvimento das corporações e do mercado, provoca a dispersão do controle das companhias. A separação de propriedade e controle ocorre naturalmente pela transformação de grandes empresas em sociedade anônimas e sua abertura de capital a terceiros. O sistema acionário possibilitou o expansionismo e o agigantamento do mundo corporativo e ocorre em direção oposta à concentração, pela pulverização da propriedade e pela dispersão do número de acionistas, que adotam uma postura passiva em relação ao controle das empresas (ROSSETI; ANDRADE, 2014).

O trabalho de Coase (1937) fundamenta, em grande parte, a explicação para o surgimento da firma. Segundo este economista, a principal razão para a existência da firma está associada à desoneração na realização de tarefas. Sua teoria, ao mesmo tempo realista e viável, demonstra que a firma justifica-se dadas as falhas do mercado, e seu crescimento se deve aos 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).

O surgimento da governança corporativa está diretamente relacionado ao crescimento das empresas. Com a publicação da obra *The modern corporation and private property*, Berle e Means (1932) iniciaram a discussão acerca da separação entre controle e propriedade das empresas. Os autores enfatizam a necessidade de se saber quais são as relações entre os dois grupos criados na moderna sociedade anônima – proprietários sem controle e controladores sem a propriedade apreciável – e como elas podem afetar o funcionamento da empresa (CORREIA, 2008). Os autores ponderam sobre a diferença do comportamento dos gestores. Até o surgimento das sociedades anônimas, os proprietários das empresas eram os responsáveis pelas decisões inerentes à sua administração. Com a distinção entre controle e propriedade, surge a figura do agente que, em alguns momentos, pode agir em benefício próprio, indo até mesmo contra os interesses dos proprietários das ações. Conforme analisam

os autores, ao perguntarem sobre a existência de razão para os indivíduos que controlam uma sociedade anônima agirem pelo interesse dos proprietários,

[...] 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).

Neste trabalho, os autores demonstram que, pela dispersão (e pulverização) do capital de controle das corporações, o interesse do acionista passou a se estabelecer, muitas vezes, em contraposição à vontade de um grupo controlador de administradores. De certa forma, o acionista passa a ser um fornecedor de capital detentor de direitos legais, cuja essência é, possivelmente, enfraquecida pelo contrato ao qual se sujeita. Surge, portanto, a necessidade da incorporação de boas práticas de governança corporativa para a proteção dos interesses dos acionistas (DA SILVA MACEDO, 2012).

Para Alchian e Demsetz (1972), “as empresas são nexos de contratos” e o objetivo destes contratos é assegurar a eficiência da equipe produtiva (agentes) das organizações. Segundo os autores, as firmas não têm poder disciplinador, ressaltando a facilidade com a qual qualquer contrato pode ser violado de alguma forma por uma das partes, sendo impossível prever de antemão todas as situações subjacentes às negociações e ao comportamento dos agentes.

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, estabelecendo fundamentação importante para as teorias da estrutura de propriedade das empresas.

Peixoto (2012), citando Jensen e Meckling (1976), elucida que os autores explicitam a relação entre “o principal e o agente” e enfatizam a distinção entre seus papéis, nos quais, “o agente

concorda em realizar certas tarefas para o principal e o principal compromete-se a remunerar o agente”. Contudo, a vontade própria dos agentes e seus interesses, quando conflitantes com os do principal, geram os conflitos de agência. A necessidade de coibir a expropriação das riquezas dos acionistas, por parte dos gestores das empresas, fomenta a criação de mecanismos para a mitigação dos problemas de agência e, como consequência, ocorrem os custos de agência. 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.

Especificamente, apesar da indiscutível relevância de trabalhos anteriores, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) é, sob a perspectiva financeira, seminal na linha de pesquisa de governança corporativa, ao apresentar três contribuições principais que são: i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias, baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas e iii) a elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (*nexus*) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos (SAITO, SILVEIRA, 2008).

Andrade e Rosseti (2006) apontam atividades que possibilitam a minimização dos custos de agência. São elas:

- (1) monitoramento de gerentes;
- (2) implantação de um sistema de informações gerenciais voltado para o monitoramento de agentes;
- (3) criação de sistemas de incentivos e recompensas ligados à criação de valor, como remunerações extras por desempenho de balanço, opções por aquisição de ações;
- (4) variação das formas de representatividade nos conselhos de administração e
- (5) constituição de conselhos de administração eficazes.

Enfatizando a importância dos conselhos de administração e de sistemas de informação para a contabilidade, a fim de mitigar riscos e falhas na administração das empresas, a obra *Financial Aspects of Corporate Governance*, o *Cadbury Report* (1992), é um marco da construção das práticas de governança corporativa. Elaborado como resposta a escândalos ocorridos no meio empresarial e financeiro da Inglaterra da década de 1980, o Relatório *Cadbury* (1992) inspira-se nas práticas norte-americanas de dispersão de estrutura de propriedade, alta atividade de acionistas minoritários e grandes participações de fundos de pensão no mercado de capitais (SECURATO, 2006).

2.3 Conceitos de governança corporativa

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.

Lodi (2004) define a governança corporativa como o sistema de relacionamento entre os acionistas, os auditores independentes, os executivos da empresa e os conselheiros de administração. No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define-a como o sistema pela qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo o relacionamento entre acionistas, conselho de administração, auditorias independentes e conselho fiscal, na busca pelo aumento do valor da sociedade, a facilitação de seu acesso ao capital e a busca por sua perenidade.

Aumentando a dimensão da definição proposta pelo IBGC, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) inclui a proteção de interesses de outras partes, como investidores, empregados e credores. Adicionalmente, a CVM acrescenta que a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolveria, principalmente, a transparência, a equidade de tratamento de acionistas e a prestação de contas, enfatizando, assim, os interesses dos acionistas (CORREIA, 2008).

Rabelo e Silveira (1999) sugerem que o ideal seria que em uma empresa houvesse um sistema de governança corporativa que minimizasse os custos de agência, atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação, pelo fato de as duas principais abordagens que originaram o que hoje se denomina governança corporativa estarem, pelo menos parcialmente, vinculadas à teoria da firma, como o *nexus* de contratos.

Finalmente, Fama e Jensen (1983) argumentam que, estando o processo de decisão nas mãos de administradores profissionais que não têm os mesmos interesses daqueles que detêm o direito a propriedade, surge a necessidade de se controlar os problemas de agência por meio de sistemas de decisões que separam a administração (implementação e execução) e o

controle (ratificação e monitoramento) das decisões importantes em todos os níveis da organização. Compartilhando esta visão, La Porta *et al.* (2000) entendem que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos por meio dos quais investidores externos (*outsiders*) protegem-se da expropriação de riquezas por parte daqueles que trabalham internamente nas organizações (*insiders*). Esta expropriação pode assumir diversas vertentes; em algumas instâncias, o agente interno pode simplesmente apoderar-se dos lucros; em outras, pode vender os ativos da empresa por valores abaixo dos de mercado.

Já Gillan e Starks (1998) ampliam a definição de governança corporativa, na medida em que a consideram como todo sistema que controla as operações de um empresa, englobando leis e regras. Adicionando à definição de governança todas as influências que afetam o processo institucional envolvido na organização da produção e venda de produtos e serviços, Turnbull (1997) amplia ainda mais esta visão.

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.

2.4 Mecanismos de governança corporativa

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.

A classificação da governança corporativa em quatro tipos é resultante do estudo conduzido por Hawley e Williams (1996), sob encomenda da OCDE, nos Estados Unidos. Partindo de uma perspectiva financeira, o primeiro modelo aborda economicamente a governança, focando sua preocupação central em criar regras e incentivos para ajustar o comportamento dos gerentes aos interesses dos proprietários. Numa segunda visão, o modelo de representação, segundo Correia (2008), pressupõe que os administradores são representantes eficientes das companhias e trabalham para alcançar elevados lucros e retornos para seus acionistas, sendo motivados, principalmente, pela necessidade de realização, pela responsabilidade e pela autonomia (não tendo a tendência negativa de agir com oportunismo).

Adotando o pressuposto de que a maximização da riqueza total da firma beneficia, ao mesmo tempo, os diversos atores que dela participam, na teoria dos *stakeholders*, o terceiro modelo, os administradores devem trabalhar para criar incentivos que alinhem os interesses do acionistas aos de todos aqueles que têm algum relacionamento com a organização, ampliando a visão dada no primeiro modelo (financeiro), já que amplia a gama de atores que interferem no resultado final da firma (SOUZA E BORBA, 2007).

Por fim, o modelo político de governança, o quarto modelo, segundo Correia (2008), reconhece que a distribuição do poder corporativo sujeita-se à estrutura macro da organização (influenciada pelo setor corporativo) e que a capacidade dos *stakeholders* corporativos de influenciar a distribuição de poder entre eles, mesmos no nível micro, depende da maneira como governantes favorecem seus vários constituintes.

Apesar de variarem de acordo com os países pesquisados, Wong (2009) propõe que as reformas em prol da governança têm atuado sobre os mesmos mecanismos. Esses mecanismos visam transmitir segurança aos interessados quanto ao resultado da organização, assim como à correta utilização dos recursos colocados à disposição de seus administradores, em processos de obtenção de resultados ou num eventual sacrifício de ativos, circunstancialmente financeiros ou de outra natureza, de maneira que sejam plenamente recompensados à luz dos resultados alcançados.

A existência de instituições e organismos que primam pela divulgação destes mecanismos não pode garantir que sua aplicação ocorra dentro de níveis adequados. Isso porque, segundo Bianchi e Nascimento (2005), os referidos mecanismos não implicam o envolvimento operacional daqueles que os personificam. Para atingir os propósitos a que se propõem, dependem de outros aspectos internos nas organizações, que pavimentem a base e que lhes permitem ser eficazes na sua missão de promover a igualdade informacional e a redução do conflito de interesses entre as partes interessadas. Portanto, cabe às empresas criarem estrutura e instrumento que viabilizem o atendimento ao estabelecido pelo IBGC.

Conforme ressaltam Bushman e Smith (2003), a governança das firmas é exercida por um conjunto de mecanismos que compreendem elementos cujas finalidades, entre outras, são motivar os administradores na tomada de decisões, tendo em mente a maximização do valor da firma, em vez de visar ao alcance de objetivos pessoais; garantir informação para os acionistas minoritários, especificamente no que tange à sua confiabilidade sobre o valor da firma e, também, que os administradores e os acionistas majoritários da companhia, que detêm elevados percentuais da propriedade, não se apropriem indevidamente dos recursos proporcionados pelos investimentos.

2.4.1 Composição do Conselho de Administração

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.

Envolvendo assuntos relativos ao poder e à responsabilidade dos conselhos de administração, as regras inerentes a aquisições hostis de controle acionário, a contribuição de investidores institucionais na gestão das companhias e as políticas de pagamentos e benefícios de executivos e conselheiros enriquecem o debate acerca da governança corporativa. Um dos objetivos mais frequentes é a identificação de elementos associados à composição ideal para estes conselhos, de forma a tornar a sua atividade de supervisão mais eficiente, conforme explicam Dutra e Saito (2002). Para Denis (2001), o conselho de administração é, em teoria, o mecanismo mais direto de controle de administradores, por parte dos acionistas, já que os conselheiros são pessoas com poder e autoridade sobre os administradores, além de seu respaldo legal e embasamento jurídico.

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.

Nos Estados Unidos, de acordo com Fama e Jensen (1983), o conselho é capaz de promover a cultura organizacional e tem a possibilidade de melhorar o ambiente de trabalho, auxiliando a solucionar as principais falhas dos sistemas de controle interno. O autor, discutindo detalhes com relação ao tamanho do conselho, à compensação dos diretores, a estratégias da empresa e à relação entre o trabalho do *controller* e dos membros do conselho, afirma que as razões para as falhas dos conselhos, seja em momentos de estabilidade ou em momentos de crise, ainda não são bem compreendidas.

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.

Adams, Hermalin e Weisbach (2010) afirmam que os conselhos não existem apenas para satisfazer a condições legais, haja vista a variabilidade de sua composição. Suas funções são efetivamente apreciadas e sua necessidade comprovada, já que sua existência não se limita ao estabelecido pela legislação. Na visão dos autores, os conselhos de administração são uma solução de mercado que objetiva amenizar os problemas de agência que afligem qualquer grande organização. Quaisquer que sejam suas virtudes ou problemas, os conselhos de administração são parte da solução de mercado para os problemas de contrato.

Contudo, segundo Lipton e Lorsch (1992), leis e práticas comerciais geraram a separação entre acionistas, conselhos de administração e gestores corporativos, impactando diretamente os modelos de governança corporativa. Os autores propõem aumentar o poder dos conselhos sem a morosidade das ações legais ou mudanças da regulação da *Security Exchange Commission* (SEC), por meio de mudanças internas que incluem limitar o tamanho do conselho, incluir mais diretores externos, aumentar o número e a duração das reuniões do conselho, ampliar as funções de monitoramento do desempenho dos executivos e da elaboração de estratégias pelos conselhos, reduzir o tempo que os conselhos dedicam a assuntos meramente burocráticos e melhoras em aspectos como a coesão e a prestação de contas dos conselheiros.

2.4.2 Estrutura de Propriedade e Controle

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.

Contrapondo-se este estudo, La Porta *et al.* (1999) investigaram, em 27 países, a estrutura de propriedade de grandes corporações e observaram que poucas empresas têm sua estrutura dispersa e que as empresas de sua amostra são, em grande parte, controladas por famílias ou pelo Estado. Os autores ainda apontam que estruturas piramidais e a existência de múltiplas classes de ações permitem a segregação de fluxos de caixa e direitos de controle nas empresas e que sua ocorrência pode aumentar o efeito entrenchamento. Entretanto, trabalhos como os

de La Porta, Lopez-deSilanes, e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Lins (2003) apontam que a pulverização acionária é uma característica apenas do modelo anglo-saxão.

Em seu estudo, Lins (2003), para uma amostra de 1.433 companhias de 18 países emergentes (entre elas, 59 brasileiras), demonstrou que, em média, 69% dessas organizações têm pelos menos um bloco controlador que atua na gestão. Como apontam Claessens *et al.* (2002), pela ocorrência da concentração na estrutura societária, o objetivo dos modelos de governança das companhias deixa de ser a resolução do conflito de agência entre gestores e acionistas, e passa a representar a mitigação do choque de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

Andrade e Rosseti (2006) explicam que, mesmo com a mudança de paradigma do conflito de agência, os efeitos incentivo e entrenchamento da estrutura de propriedade e controle podem existir. A concentração de propriedade teria um impacto positivo no desempenho corporativo por meio da provável diminuição dos custos de agência, como explicado por Claessens e Fan (2002). O efeito alinhamento (ou incentivo) está ligado à possibilidade de o monitoramento da gestão ser efetuado pelos controladores de forma eficaz, equalizando os interesses dos acionistas e dos administradores, já que, caso os controladores buscassem os benefícios privados do controle, como a adoção de práticas como o uso de informações privilegiadas e nomeações para cargos no conselho de administração, os acionistas minoritários poderiam apreçar as ações da companhia com certo desconto, diminuindo a riqueza dos grandes acionistas.

Em outras circunstâncias, a partir de certa faixa de concentração na estrutura de propriedade e controle, à medida que aumenta a participação dos grandes acionistas na propriedade e, principalmente, no controle da companhia, o conselho de administração e o mercado de aquisições hostis perdem espaço para o poder exercido pelo bloco controlador – o efeito entrenchamento. Utilizando seu domínio no processo decisório, a elevada concentração na estrutura societárias pelos acionistas controladores permite a expropriação de riqueza dos acionistas minoritários por meio de artifícios, como a resistência a ações vantajosas para os demais acionistas (liquidações, cisões, fusões) ou, até mesmo, pelo pagamento excessivo de salários e outros eventuais benefícios autoconcedidos.

Jensen e Meckling (1976) também enfatizam a existência de problemas de agência ocasionados pela separação entre propriedade e controle nas difusas empresas modernas e confirmam que a estrutura de propriedade representa um importante instrumento de controle, já que possibilita o alinhamento entre dirigentes e proprietários. Morck *et al.* (1988) apontaram relação positiva entre o percentual de ações em posse dos administradores e o Q de Tobin, para uma concentração de até 5% das ações; relação negativa para a faixa de 5% a 25% da posse das ações e relação novamente positiva, porém, a uma taxa menor, na faixa acima de 25%. Para Leech e Leahy (1991), uma certa concentração de ações pode ocasionar melhorias na performance da firma, pois, quando a propriedade é dispersa, não há nenhum indivíduo ou grupos que priorizem seus próprios interesses e objetivos. Neste mesmo estudo, Morck *et al.* (1988) abordaram a questão do tipo de controle, obtendo evidências de uma menor valorização de empresas antigas dirigidas por membros da família fundadora.

No Brasil, Valadares e Leal (2000), Okimura (2003), Silveira (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007) destacam que a concentração das ações se dá, principalmente, entre os acionistas controladores e não necessariamente entre os executivos da corporação. Ocorre, portanto, uma adaptação das predições de Morck *et al.* (1988) e Stulz (1988) da seguinte forma: a estrutura de propriedade, quando concentrada em grandes acionistas, tem um aspecto positivo (efeito incentivo), na medida em que eles têm tanto o interesse quanto o poder para monitorarem as ações dos gestores, pressionando-os a concentrar seus esforços na maximização da riqueza dos acionistas.

Analisando a estrutura de propriedade e as possíveis influências da concentração de votos sobre a qualidade da governança corporativa, Silveira (2004) constatou que quanto maior o poder do acionista controlador, no que tange direito a voto e direito sobre o fluxo de caixa, pior a qualidade da governança corporativa. Neste estudo, dentre as variáveis de desempenho testadas, a que apresentou a relação positiva mais consistente foi o Q de Tobin, sugerindo que a adoção de boas práticas de governança tende a ser apreciada pelo mercado. Já Ferreira, Ornelas e Turner (2015) apontam que, quando a propriedade não está concentrada nas mãos do administrador, a eficiência da corporação é alcançada mais facilmente apoiando a separação do controle e da propriedade. Segundo os autores, o fato de as estruturas com pouca

participação acionária do administrador requererem menos custos de informação é a principal razão para a determinação deste comportamento.

2.4.3 Políticas de Remuneração dos Gestores

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.

Este mecanismo de alinhamento de interesses, como ponderam Jensen e Murphy (1990), pode ocorrer de várias maneiras, como por meio de remunerações financeiras via salário fixo ou comissões e bônus, por posse de opções de aquisição de ações da companhia, participação nos lucros e resultados gerados pela companhia ou por programas de incentivo à sua participação acionária na empresa. Em sua investigação, os autores constatam que existe relação positiva e significativa entre o desempenho da empresa e a remuneração dos gestores, porém, em um grau de efeito inferior ao esperado.

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.

As políticas de remuneração e incentivo vêm sendo amplamente estudadas por pesquisadores nacionais e internacionais, que buscam relacionar variáveis, como desempenho e valor da empresa, remuneração e composição do conselho, e rentabilidade contábil. Bebchuk e Weisbach (2009) explicam que o interesse pela remuneração dos executivos foi intensificado pela crise de 2008 e, dessa forma, alternativas que buscam maneiras para incrementar a governança corporativa e impedir abusos na remuneração de altos executivos são atualmente analisadas. Também Jensen e Murphy (1990) estimaram o relacionamento entre a variação no valor das opções de ações e a mudança de riqueza dos acionistas, observando relação positiva e significativa, apesar de pequena magnitude e concluíram que os gestores das empresas americanas são remunerados como se fossem burocratas.

Hall e Liebman (1998) contestaram os achados de Jensen e Murphy (1990) afirmando que existe sim relação positiva e significativa entre desempenho e compensação de gestores, como também afirma Peixoto (2012). Segundo Hall e Liebman (1998), o equívoco de Jensen e Murphy (1990) foi desconsiderar as variações no valor das ações e as opções sobre ações mantidas pelos gestores, que constituem os principais elementos dos incentivos. Kaplan e Rauh (2009) sugerem que os salários dos executivos refletem as forças dos mercados e, como Garbaix e Landier (2008), afirmam que o crescimento dos salários não ocorre em função do talento dos executivos, mas, sim, de um aumento na capitalização das empresas pelo mercado, do tamanho da firma e não por sua lucratividade ou aumento no faturamento. Basu (1997) observou, em empresas japonesas, relação positiva e significativa somente entre o nível de compensação dos executivos e a rentabilidade contábil da firma.

Wong (2009) pesquisa a relação entre o *turnover* e a compensação dos executivos, numa amostra de dados que perpassa pelo período em que nasceram as exigências de divulgação de informações e controle interno imputadas pelas Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX). O autor afirma que as medidas impostas por esta lei tornaram-se mecanismos adequados e fundamentais para distinção de bons e maus *Chief Financial Officers* (CFOs), e sua pesquisa aponta, empiricamente, que aumentos obrigatórios no *disclosure* melhoram as avaliações de desempenho dos CFOs, reduzindo a assimetria de informações entre eles e o conselho de administração.

Pesquisadores brasileiros concentram esforços na apresentação do relacionamento entre remuneração e performance, em termos de valor de ação e/ou rentabilidade contábil (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014). Ventura (2013), em sua pesquisa, verificou relacionamento positivo e significativo entre a variável ativo total e a remuneração total média. A autora segmentou as empresas de sua amostra de acordo com os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, buscando relacionar características das empresas e indicadores de desempenho com a remuneração dos executivos, verificando que os fatores determinantes da remuneração são tamanho da empresa, pagamentos em bônus ou ações, número de diretores, valor da ação e retorno sobre o patrimônio líquido.

Já Camargos, Helal e Boas (2007) investigaram o relacionamento entre valor da ação e remuneração exclusivamente em empresas que emitem *American Depositary Receipts* (ADRs), já que, teoricamente, esse tipo de empresa está sujeita a padrões mais elevados de governança. Os autores observaram associação positiva e significativa entre o salário médio e o lucro por ação. Vasconcelos e Monte (2013) encontraram coeficientes positivos e significativos para o relacionamento entre remuneração e retorno sobre o patrimônio líquido, contudo, sua pesquisa apresentou coeficiente negativo para retorno sobre investimento quando relacionado à remuneração.

Em sua pesquisa, Correia, Amaral e Louvet (2014), buscando examinar o relacionamento entre as políticas de incentivo e outros dois mecanismos de governança, a saber, o conselho de administração e a estrutura de propriedade e controle das empresas, sugerem que a remuneração é significativamente maior nas empresas em que a função do CEO é separada da função de presidente do conselho e maior também nas empresas com administradores independentes em seu conselho.

2.4.4 Proteção aos Acionistas Minoritários

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.

Segundo Wong (2009), a proteção aos acionistas minoritários envolve regulamentação, no que diz respeito à propriedade, à informação, à influência, à economia e ao tratamento justo. Para o autor, os direitos dos acionistas externos, também chamados *outsiders*, no que tange à propriedade, são resguardados por regras que dizem respeito ao direito de comprar, vender e transferir a propriedade, além de uma proteção legal, no caso de uma eventual diluição do patrimônio ou de suas ações. Além disso, os acionistas externos devem ser resguardados com relação aos assuntos da empresa de maneira oficial e no momento oportuno, tendo o direito de participar das assembleias de acionistas e influenciar as decisões chave (eleições de diretores, aquisição de materiais, modificações estatutárias). Além disso, devem-se resguardar os direitos à distribuição *pro-rata* dos valores aos quais fazem jus (dividendos, lucros, licitude na venda de ações), além de tratamento igualitário a outros acionistas ou ao proprietário controlador. La Porta (1999) complementa que este mecanismo assegura também o acesso ao controle corporativo e à proteção legal contra a expropriação de direitos pela gestão.

Como um mecanismo de controle externo de governança corporativa, permite que os controladores externos à organização tenham a possibilidade de limitar as ações dos agentes via imposições legais, “diminuindo a possibilidade de apropriação indevida de recursos pelos dirigentes ou acionistas controladores, diminuindo, por conseguinte, os custos de agência.” (CORREIA;2008). Conforme apontam La Porta *et al.* (2000), quando são fortes a proteção legal aos acionistas e o *enforcement*, vários obstáculos surgem para impedir a expropriação dos minoritários. Consequentemente, os *insiders* usufruem menos dos benefícios privados de controle, possibilitando, inclusive, melhores condições de negociações de financiamentos para a empresa, sugerindo, assim, a associação da governança corporativa à proteção do investidor.

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.

Nesta série de artigos, La Porta *et al.* concluem, portanto, que a abordagem legal é essencial para que as boas práticas de governança corporativa sejam atendidas e que a estrutura legal do país onde a firma está inserida assume papel fundamental para coibir os diversos modos e a magnitude de expropriação da riqueza dos acionistas. Existe uma preferência dos investidores por empresas situadas em locais onde os direitos dos investidores são extensivos e verificáveis pelas cortes legais (La Porta, *et al.* 1998, 2000). Contudo, Johnson e Shleifer (2004) demonstram, em seus estudos conduzidos na Itália, França e Bélgica, que a expropriação de benefícios privados pelo controlador seja feita dentro da lei local e que o problema de governança corporativa não é exclusivo de países emergentes onde há pouca tradição de proteção aos acionistas minoritários.

Segundo Coffee (1999), a percepção de que uma legislação mais robusta reforçaria a promoção de benefícios à eficiência do mercado levaria a um processo de convergência do direito dos acionistas minoritários entre os países. Segundo Srour (2005), ocorreria uma busca por ajustes nas leis que favorecessem a participação deles nos negócios da firma e que impusessem, normativamente, práticas mais rígidas de governança corporativa em países de pouca tradição na proteção dos minoritários. Esta circunstância que prima pela convergência legal ocorre por meio de mudanças na legislação e nos mecanismos de cumprimento destas novas regras, tais como reformas judiciais e de regulamentação.

2.4.5 Transparências da Informações Publicadas

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

fornece 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.

Bushman e Smith (2003) enfatizam que a informação contábil financeira é fundamental também para a tomada de decisões dos agentes internos às organizações e destacam o papel da governança da informação contábil que serve, também, como um instrumento de monitoramento dos gestores da empresas pelos investidores externos. Para Myers e Majluf (1984), se o problema de assimetria informacional não puder ser resolvido de forma satisfatória, algumas empresas entenderão ser muito oneroso fazer uma oferta de ações ou de dívidas. Contudo, apesar da presença de exigências legais e de intermediários na produção e na divulgação das informações, existem medidas internas à organização para diminuir a superioridade das informações pelos agentes, como apontam Healy e Palepu (2001), que citam o encorajamento de contratos que promovam incentivos para que o empreendedor forneça informações fidedignas, confiáveis e reais aos investidores. Haniffa e Cooke (2002) adicionam que o órgão capaz de monitorar o nível de transparência da companhia é o conselho de administração, o que justifica a utilização de variáveis relacionadas ao conselho na busca dos fatores que influenciam o nível de *disclosure*.

Lanzana *et al.* (2006), analisando empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, ponderam sobre as possibilidades da relação entre a transparência das informações e a governança corporativa, que pode ser complementar ou substituta. Segundo os autores, se a relação é do tipo complementar, prediz-se que um maior nível de transparência é esperado quando da adoção de mecanismos internos de controle. Este pensamento tem como base a premissa de que, em um ambiente de intenso monitoramento, os gestores não teriam incentivos em deter informações para benefício próprio. Por outro lado, espera-se que a relação entre *disclosure* e governança possa ocorrer de maneira substituta; neste caso, as empresas com pior estrutura de governança apresentariam maior nível de *disclosure* com o objetivo de atrair recursos dos investidores externos para compensar o menor monitoramento interno. Vale ressaltar que, das 161 empresas analisadas, somente 58 tinham *disclosure* voluntário. Os resultados não apontaram uma única hipótese (complementação ou substituição) para as dimensões de governança.

Em outro estudo, buscando identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil, Murcia e Santos (2009) evidenciaram que empresas maiores que têm ADRs nos níveis II e III na Bolsa de Nova Iorque (NYSE) e que

aderem aos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa têm, em média, um maior nível de *disclosure* voluntário. Segundo os autores, este resultado pode ser interpretado “à luz da hipótese do vínculo (*bonding hypothesis*) e também dos custos políticos (*political costs hypothesis*)”. Os autores argumentam que grandes empresas, especialmente aquelas com melhores práticas de governança corporativa, têm maiores níveis de *disclosure* voluntário. Nota-se também que a regulação setorial, especificamente no setor elétrico, também é um fator significativo para explicar o nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas.

Nesta mesma linha, Broedel Lopes e Walker (2008) investigaram a relação entre a transparências das informações dos relatórios contábeis no Brasil sob a perspectiva da firma e evidenciaram a estrutura insatisfatória de governança corporativa e a deficiência da estrutura legal para proteger os acionistas. Segundo os autores, a presença dessas características estimula a manipulação dos lucros e a instabilidade do mercado de capitais. Dalmácio (2009), estudando a acurácia das previsões dos analistas de investimentos e a governança corporativa, sob a ótica da teoria da sinalização em 105 empresas da BM&FBovespa, nos anos de 2000 a 2008, constatou que, para a amostra estudada, a precisão das previsões dos analistas é positivamente influenciada pelas práticas de governança corporativa. Moura *et al.* (2014) atestam que, entre empresas brasileiras de diferentes setores da BM&FBovespa, aquelas com maiores proporções de ativos intangíveis no ativo total e melhores práticas de governança corporativa apresentam maior conformidade com o *disclosure* obrigatório de tais ativos.

2.5 Qualidade da Informação Contábil

Scott (2003, p.105) explica que “frequentemente, um tipo de participante no mercado (vendedor, por exemplo) conhecerá algo a mais sobre o ativo que está sendo negociado que outro tipo de participante (comprador) não sabe”, o que é denominado de assimetria informacional. Conforme descrevem Paulo e Martins (2007), um conjunto de fatores sociais, econômicos, políticos e comportamentais faz com que os diversos agentes econômicos não tenham a mesma informação, em termos de quantidade e/ou qualidade. A participação da contabilidade na minimização dos conflitos de agência ocorre a partir da redução da assimetria da informação. O conjunto de relatórios que a contabilidade proporciona é a base para a análise empresarial, seja no planejamento, na alocação de recursos ou nas decisões de

financiamento. Além disso, os relatórios constituem poderosos instrumentos de comunicação sobre o desempenho das empresas para os investidores e um mecanismo fundamental para a governança corporativa. Adicionalmente, pelo fato de orientar diretamente as decisões individuais dos seus diversos usuários, a informação contábil afeta diretamente a alocação dos recursos e o funcionamento dos mercados, influenciando diretamente a eficiência da economia.

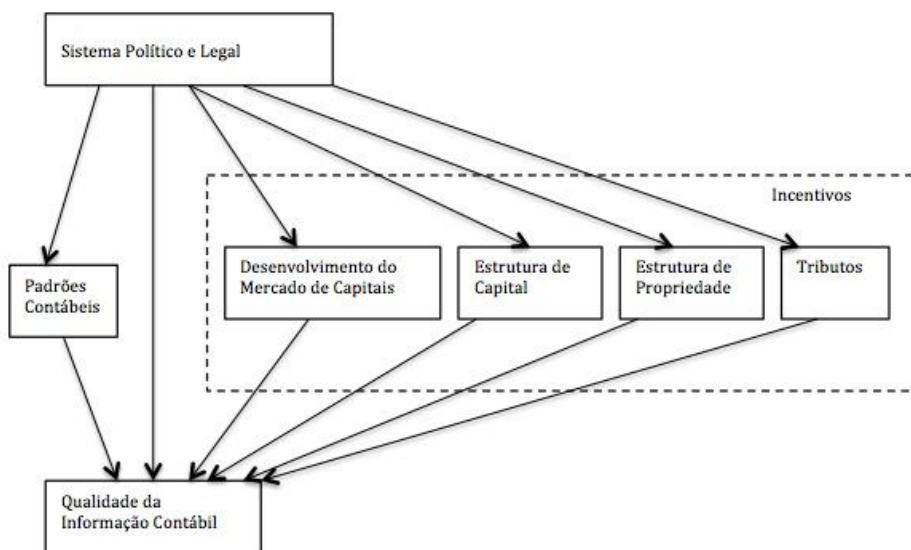
Com o crescimento dos mercados e o aumento da complexidade das atividades das empresas, administradores e demais interessados nas firmas necessitam de informações cada vez mais diferenciadas, seja para julgar o desempenho dos administradores e da empresa ou monitorar a elaboração e a execução dos contratos. Lopes e Martins (2005, p.31) afirmam que “normalmente, os níveis de assimetria são intermediários entre a assimetria total e a simetria total”, e ressaltam que a falta de homogeneidade de informações pode ocorrer inclusive entre as classes de investidores (mais sofisticados e menos sofisticados ou individuais). Um melhor nível de informação reduz a assimetria e, conseqüentemente, pode reduzir a incerteza e conduzir o usuário para melhores decisões, aumentando a probabilidade de maior eficiência econômica. Scott (2003, p.6) afirma que um investidor sofisticado pode reagir positivamente à mensuração dos ativos ao *fair value*, pois ele julga que essa métrica auxiliará na predição do desempenho futuro da companhia, enquanto outros investidores podem reagir negativamente, considerando que os números contábeis divulgados não são confiáveis ou pelo simples fato de que seu processo decisório está baseado no custo histórico.

Diretamente relacionada com o ambiente econômico, político e social no qual se insere a empresa está a qualidade da informação. Segundo Dechow e Schrand (2004, p.2), “a qualidade dos resultados é contextual, ela significa coisas diferentes para os diferentes usuários das informações financeiras”. Quando se discute a qualidade das informações contábeis, normalmente, é considerada a existência de uma baixa qualidade da informação quando os relatórios contábeis são, de alguma maneira, manipulados. Outro problema bastante recorrente, que denota a baixa qualidade da informação contábil, está relacionado a itens não recorrentes publicados em excesso ou à falta de transparência das publicações, apesar de as publicações estarem de acordo com as normas contábeis vigentes. Dessa forma, denota-se a complexidade do conceito da informação contábil e sua subjetividade, pela variação de acordo com os objetivos dos diversos usuários.

A literatura evidencia, também, que a má qualidade da informação contábil conduz a custos de agência maiores e proporciona proteção inadequada aos acionistas (DYCK; ZINGALES, 2004). Por outra perspectiva, quando bem elaborada, a informação contábil tem consequências econômicas positivas, como, por exemplo, diminuição nos custos de capital (LEUZ; VERRECCHIA, 2000), possíveis reduções da assimetria de informação entre gestores e fornecedores externos de capital, maior eficiência nos investimentos e na alocação do capital (BUSHMAN; PIOTROSKI, 2006; BIDDLE; HILARY, 2006) e possibilidade do aumento da mobilidade internacional do capital (YOUNG; GUENTHER, 2003).

Dessa forma, a literatura aborda a magnitude da qualidade da informação contábil e sua estrutura de caráter holístico, determinada por um sistema político legal consistente que crie os padrões contábeis. Tais padrões contábeis atuam diretamente no desenvolvimento do mercado de capital e na governança corporativa com adequada estrutura de capital, de propriedade e tributos, conforme Figura 1 (SODERSTROM; SUN, 2007; SILVA, 2013).

Figura 1: Estrutura da qualidade da informação contábil



Fonte: Adaptado de Soderstrom e Sun (2007)

Ahmed (1994) e Jenkins, Kane e Velury (2009) ressaltam a necessidade da sintonia entre a governança corporativa e a qualidade da informação contábil, explicitando sua utilidade para os usuários, porque eles asseguram a elaboração de divulgação de informações úteis. Dessa

forma, infere-se que, se a informação representa o fenômeno econômico e a situação financeira da empresa, fidedignamente, é considerada útil para os *stakeholders*. Para o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), a estrutura conceitual para a elaboração e a divulgação de relatórios financeiros deve conter informações com as seguintes características: fundamentais – relevância e representação fidedigna; e de melhoria, que confirmam as informações apresentadas compreensibilidade, verificabilidade, tempestividade e comparabilidade.

São bem diferentes as necessidades dos diversos usuários das informações contábeis. Os *stakeholders*, ou seja, a ampla gama de indivíduos, empresas ou organizações relacionadas às empresas compreende muitos grupos, entre eles acionistas, investidores, administradores, reguladores, fornecedores, clientes e competidores. Devido aos seus diversos interesses, seria muito oneroso para as empresas elaborarem informações individualizadas e divulgá-las de acordo com a tempestividade, surgindo, daí, os pronunciamentos contábeis que recomendam o padrão com o qual as empresas deverão divulgar suas informações (ALMEIDA; 2010). Lopes e Martins (2005) observam que as informações geradas pela contabilidade sofrem influência direta dos interesses pessoais dos administradores ou agentes (conforme definição da teoria da agência), normalmente relacionados pelos mecanismos de remuneração, os acordos contratuais, a legislação societária e a concorrência, dentre outros.

Wang (2006) e Lopes (2009) destacam a inexistência, na academia, de uma única métrica capaz de avaliar a qualidade da informação contábil. Os autores enumeram diversos modelos, que capturam diferentes propriedades da contabilidade, como a medida de gerenciamento de resultados, do grau de conservadorismo, da relevância e da tempestividade das informações divulgadas. Para Pope e Walker (1999, p.54), as diferenças no conteúdo informacional têm sido associadas com as características institucionais e com o mercado de capitais que, possivelmente, impliquem em diferenças nos atributos fundamentais da mensuração contábil. O conteúdo informacional dos números contábeis é de difícil mensuração porque o verdadeiro desempenho econômico não é observado (BURGSTAHLER, HAIL e LEUZ, 2006, p. 984).

A adoção das normas internacionais de contabilidade, do inglês *International Financial Reporting Standards* (IFRS), implementada a partir da promulgação da Lei nº 11.638/2007, alinha a divulgação das informações contábeis brasileiras aos padrões utilizados em países

como Estados Unidos, Canadá e muitos da Europa. Originalmente formuladas nos Estados Unidos, por meio da divulgação da *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), que trata de um conjunto de normas de contabilidade geralmente aceitas e na Europa, pelas normas condensadas pelas *International Accounting Standards Committee* (IASC) e, posteriormente, o *International Accounting Standards Board* (IASB), conforme ressaltam Capron (2006) e Chiapello (2005), refletem a perspectiva e o ponto de vista das partes interessadas; nos Estados Unidos, são construídas para atender aos interesses dos investidores e, na Europa, para mitigar querelas de credores, priorizando-se a precaução requerida em suas relações com as empresas. Para Capron (2006), é natural que as normas de contabilidade reflitam esta tendência de “financeirização” pela qual passa a sociedade atual, já que é com base nas informações por elas providas que os indivíduos, sejam eles investidores, credores ou auditores, formarão sua opinião e tomarão suas decisões.

Crítica veemente ao modelo estabelecido pelas normas internacionais de contabilidade é feita por Véron (2007) que aponta que a confiança fornecida pelos dados contábeis nas transações financeiras é questionável, já que o mercado é alvo de especulações e é constantemente ameaçado por organismos corruptos. Para o autor, até certo ponto, vale a pena questionar a viabilidade da aplicação das regras contábeis e sua relevância, e fica evidente o aumento de “responsabilidade” das informações contábeis no âmbito da economia global, deixando de ser apenas um instrumento de memória, passando a ser um instrumento de renúncia, motivação, mediação e comunicação do mercado. Capron (2006) destaca que a mediação das carteiras e preços de ações levou à alteração dos padrões das informações contábeis. As anteriormente denominadas “normas contábeis” cedem espaço para “padronização de relatórios financeiros”, que se submetem ao turismo financeiro dos investimentos do mercado, primordiais ao movimento de capitais do veloz mercado contemporâneo. A provocação se faz presente nas palavras do autor, que enfatiza os esforços contábeis no provimento de informações possivelmente anulados, transformados em combustível para a especulação financeira. Véron (2007), por sua vez, estimula o pensamento do leitor na possibilidade da complacência das *Big Four*, aumentando o risco da qualidade da informação contábil. Para Lopes e Alencar (2010), a prática de gerenciamento de resultados impacta negativamente os números contábeis e obriga à utilização de outras alternativas de monitoramento para os *outsiders*, o que afetaria a utilização da contabilidade nos arranjos de governança corporativa das firmas.

Wang (2006), Lopes e Alencar (2010) e Almeida (2010) apontam que a medida da qualidade da informação contábil ainda não é unânime da academia, visto que não se definiu uma métrica para a sua mensuração; apenas modelos foram desenvolvidos para captar as diferentes propriedades da contabilidade (medidas de gerenciamento de resultados, grau de conservadorismo, relevância das informações e tempestividade das divulgações). Para Ahmed (1994), o conservadorismo contábil implica que os contadores não se empenham para incorporar o valor das oportunidades de crescimento das empresas nas demonstrações contábeis. Conforme explicitam Jenkins, Kane e Velury (2009), a eficiência inerente ao conservadorismo da tradicional contabilidade deveria aumentar a relevância de sua informação. Adicionalmente, como mencionam LaFond e Watts (2008), a prática de gerenciamento de resultados, na qual gestores e agentes são incentivados, pela assimetria de informações, a manipular os lucros para transferir para si maior riqueza, é desestimulada pelo conservadorismo contábil que inibe a habilidade dos gestores na adulteração dos números.

Os números contábeis podem ser considerados de baixa qualidade para algumas empresas, mesmo que não seja de sua índole a manipulação dos números ou comportamento oportunístico. Por exemplo, nos casos de empresas com alto crescimento, grande volume de recursos em ativos intangíveis ou com alta instabilidade do ambiente empresarial, as informações reportadas, segundo as normas contábeis, podem não ser úteis no auxílio da avaliação e/ou da tomada de decisão. Portanto, a qualidade da informação contábil torna-se um conjunto amplo de várias dimensões (DECHOW e SCHRAND, 2004; GIROUX, 2004; BURGSTAHNER, HAIL e LEUZ, 2006). Verifica-se, na literatura, um nível considerável de complexidade de modelos para a mensuração da qualidade contábil e observa-se a utilização de *proxies* para capturar evidências de suas particularidades e características, como relevância, persistência, conservadorismo, fidedignidade e tempestividade. (WANG, 2006; LOPES, 2009; ALMEIDA, 2010; MOURA; THEISS; CUNHA, 2014).

2.5.1 Relevância

Beaver (1968), em seu estudo pioneiro, ao analisar o conteúdo informativo dos componentes da contabilidade, investigando a reação do mercado à divulgação dos lucros contábeis quanto

à variância dos retornos anormais, concluiu que os preços e os volumes dos títulos são influenciados pela divulgação das informações contábeis, principalmente na semana em que foram divulgadas. Segundo Holthausen e Watts (2001), para ser considerada relevante, a informação contábil deve auxiliar os usuários do mercado em suas predições e, conseqüentemente, ter relação com os preços das ações. O constructo “relevância” foi usualmente testado por meio da associação de variáveis de mercado, principalmente após o desenvolvimento do modelo de Ohlson (1995).

Ball e Brown (1968), também pioneiros nos trabalhos sobre metodologias positivas que relacionam as pesquisas contábeis ao mercado de capitais, concluíram que: (i) o anúncio de lucro agrega valor informativo para o mercado de capitais; (ii) os retornos anormais se ajustam gradualmente durante o ano analisado; (iii) nem toda informação é completamente antecipada pelo mercado e (iv) existe uma tendência de movimento que persiste após anúncios realizados pela contabilidade. Diz-se, portanto, que o termo *value relevance* expressa o momento em que uma informação contábil está, de alguma forma, associada com o retorno das ações de uma empresa ou com seu valor de mercado.

Segundo Barth, Beaver e Landsman (2001), é esperado que exista uma maior associação entre a cotação das ações e as variáveis contábeis para as empresas com uma maior qualidade de informação contábil. Isto porque resultados contábeis de melhor qualidade refletem melhor a realidade econômica da empresa e, conseqüentemente, é de se esperar uma relação mais forte entre informação contábil e o preço. Para Cahan, Emanuel e Sun (2009), o nível de transparência afeta positivamente a relevância da informação contábil, confirmando os achados de Hung (2001), que destaca que a proteção do acionista melhora a relevância da informação contábil.

Evidências empíricas, em estudos como os de Habib, Azim (2008); Lopes, Walker (2008); Lima (2010) e Antunes *et al.* (2010), para analisar a influência da governança corporativa na relevância da informação contábil, de maneira geral, demonstraram que as empresas com forte estrutura de governança corporativa apresentam melhoria na qualidade da informação contábil, pelo menos em algum aspecto. Habib e Azim (2008) conduziram, na Austrália, um estudo em que se propunham a analisar a relação entre governança corporativa e relevância das informações contábeis. Os resultados demonstraram que as empresas que apresentaram

maior relevância da informação contábil foram aquelas nas quais existe uma forte estrutura de governança corporativa, que se justifica uma vez que a confiabilidade nas informações é maior a partir das boas práticas de governança corporativa e, por consequência, acaba interferindo na melhoria da relevância de tais informações. Os resultados dos estudos de Antunes *et al.* (2010), ao analisarem que a qualidade da informação contábil é influenciada pelos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa (NDGB), por meio das métricas oportunidade, relevância e conservadorismo, revelaram que a adesão aos NDGB é significativa apenas no quesito relevância. Para avaliar os efeitos do Índice de Governança Corporativa do Brasil, Lima (2010) investigou a relevância das informações contábeis antes e depois do processo de convergência e obteve resultados inconclusivos. Contudo, ao analisar, em conjunto com dupla listagem das ações brasileiras na Bolsa de Nova Iorque (ADR), a presença das empresas no IGC, observou que esses fatores, em conjunto, aumentam o nível de relevância das informações contábeis.

2.5.2 Persistência

A persistência dos resultados contábeis é motivo de interesse de analistas contábeis, pois, como apontam Dichev, Graham, Harvey e Rajgopal (2013), resultados mais persistentes tornam-se melhores preditores de lucros sustentáveis no longo prazo. Dessa forma, a persistência das informações contábeis atua na previsão de resultados futuros, facilitando a *valuation*. Dechow e Schrand (2004) afirmam que, na perspectiva dos investidores, “os resultados são de alta qualidade quando os números dos resultados exatamente anualiza o valor intrínseco da firma”. Segundo Barth, Beaver e Landsman (2001), é esperado que exista uma maior associação entre a cotação das ações e as variáveis contábeis para as empresas com uma maior qualidade de informação contábil. Dessa forma, a ocorrência de erros de caráter, intencionais ou não, nas estimativas contábeis reduz a persistência dos resultados, afetando negativamente a utilidade dos lucros para a avaliação da firma e as previsões de lucros futuros.

Entendido o grande interesse pela persistência dos resultados contábeis, relacionado ao seu papel na previsão dos resultados futuros e, conseqüentemente, na avaliação do valor dos ativos, autores criticam a ocorrência de erros nas estimações dos *accruals* e resultados transitórios, como ganhos e perdas em instrumentos financeiros marcados a mercado, que

implicam em uma redução na persistência dos resultados, e isso leva à perda da utilidade da informação contábil na avaliação e na previsão sobre comportamentos futuros do desempenho da empresa. Em certas situações, algumas empresas requerem um maior número de estimações e julgamentos e/ou aumento no volume de *accruals* nos números contábeis, relacionados ao tipo de atividade desenvolvida, como em empresas em crescimento ou no ramo de alta tecnologia. No caso dessas empresas, como citam Paulo e Martins (2008), provavelmente, esses *accruals* têm maior erro de estimação (mesmo sem ações oportunísticas) e, conseqüentemente, reduzem a persistência dos resultados. Nesse caso, a baixa qualidade de resultados (definida pela persistência dos resultados) é relacionada à falha do sistema contábil em capturar certas transações ou eventos.

Dechow, Ge e Schran (2010) avaliam que uma das grandes correntes de pesquisa sobre a persistência dos lucros é aquela motivada por uma suposição de que os lucros mais persistentes produzem melhores *inputs* para os modelos de avaliação de capital e, portanto, ganhos mais persistentes são de qualidade superior ao dos ganhos menos persistentes. Dechow (1994) e Dechow e Schrand (2004) apresentam evidências de que os resultados contábeis são mais persistentes do que os fluxos de caixa operacional e, conseqüentemente, tornam-se uma melhor medida para avaliação do desempenho da empresa, principalmente em uma análise de curto prazo. Os lucros correntes devem ser um bom indicador dos lucros futuros. Sua qualidade pode ser entendida como a probabilidade de que uma empresa possa ter os lucros correntes persistentes no futuro (PENMAN; ZHANG, 2002). Entretanto, Barth, Cram e Nelson (2001) verificaram que os resultados contábeis (agregados) não têm maior utilidade para a previsão dos lucros e dos fluxos de caixa futuros, mas a análise individual dos componentes dos resultados apresenta evidências de maior conteúdo informacional para a predição dos desempenhos futuros.

A persistência dos lucros é vista como uma medida de sustentabilidade dos lucros, em que lucros persistentes são vistos como desejáveis porque são recorrentes, tornando-os mais previsíveis, reforçando seu papel na avaliação de capital e ajudando os analistas financeiros a prestarem um serviço valioso para os investidores (PENMAN; ZHANG, 2002). Dichev e Tang (2009) consideram que a variação do Retorno sobre Ativos (ROA), em períodos anteriores, é uma variável capaz de explicar os Retornos sobre Ativos correntes. Além disso, questões relacionadas ao pressuposto de linearidade dos lucros têm sido testadas, tais como

em Cheng e Wu (2013). Segundo estes autores, a consideração da não linearidade das variáveis pode contribuir para a previsibilidade dos lucros, pois: (i) a relação entre lucros correntes, lucros anteriores e os fluxos de caixa é defasada, (ii) em empresas com lucros que têm alta volatilidade, o modelo que considera a não linearidade apresenta maior capacidade de previsão dos lucros futuros e (iii) a consideração da não linearidade evidencia que o fluxo de caixa apresenta maior capacidade explicativa dos lucros futuros.

2.5.3 Conservadorismo

O reconhecimento enviesado das más notícias mais rapidamente que o das boas notícias é conceituado por diversos estudos como conservadorismo (BASU, 1997; BALL, KOTHARI e ROBIN, 2000; BALL e SHIVAKUMAR, 2005). Em termos contábeis, a convenção do conservadorismo estabelece que, entre possibilidades alternativas de avaliação do patrimônio, deve-se optar por aquela que represente o menor valor atual para o ativo/receita e o maior valor para o passivo/despesa. Dessa forma, denota-se um comportamento assimétrico entre o reconhecimento de valores para o ativo/receita e o passivo/despesa, devendo ser considerado o cenário menos favorável. Em termos econômicos, como retrata Basu (1997, p.3), o conservadorismo é o resultado que reflete as más notícias (*bad news*) mais rapidamente do que as boas notícias (*good news*), levando às “diferenças sistemáticas entre os períodos das más notícias e das boas notícias no *timeless* e persistência dos resultados”. Segundo Paulo e Martins (2007), o conservadorismo implica em decisões sobre o momento do reconhecimento oportuno dos ganhos e das perdas e, conseqüentemente, influenciando a escolha contábil. Porém, como outras características da informação contábil, o conservadorismo sofre influência do ambiente institucional e organizacional das empresas. O conceito de conservadorismo pode ser compreendido pelo conceito de que não se deve antecipar nenhum lucro, mas se deve antecipar o reconhecimento de todas as perdas (Watts, 2003).

Hendriksen (1982) apresenta três argumentos para a existência do conservadorismo. São eles: (i) a tendência para o pessimismo é assumida como necessária para compensar o otimismo natural dos gestores e proprietários; (ii) o exagero nos lucros e avaliações é mais perigoso para os negócios e (iii) os profissionais contábeis têm acesso a muitas outras informações que podem ser comunicadas aos investidores e credores, e esses profissionais assumem dois tipos de riscos que são: que a informação repassada possa ser considerada posteriormente falsa ou

que a informação não repassada seja, no futuro, verificada como verdadeira. Entretanto, o IASB e o FASB, por meio do *Discussion Paper* sobre a revisão da Estrutura Conceitual (IASB, 2013), estabelecem que conservadorismo não é uma qualidade desejável para as informações contábeis, pois esse atributo, provavelmente, gera um viés na posição e no desempenho financeiro reportado pelas empresas. Assim, os preparadores devem tomar uma posição neutra ao lidar com a incerteza. Hendriksen e Breda (1999), ao criticarem a utilização do conservadorismo, enfatizam que a não existência de um padrão uniforme para a sua utilização prejudica a comparabilidade dos números contábeis. Adicionalmente, Holthausen e Watts (2001) consideram que as estimativas contábeis não verificáveis dão margem a comportamento discricionário, ou seja, oportunístico, por parte dos gestores.

Entretanto, Watts (2003) e Ball e Shivakumar (2005) afirmam a importância do conservadorismo, especialmente no estabelecimento das relações contratuais entre a firma e seus credores. Segundo os autores, o conservadorismo pode assegurar garantias mínimas para o cumprimento das obrigações e pode reduzir a probabilidade de que os recursos serão distribuídos inadequadamente para alguns agentes, porque restringe o comportamento oportunista dos administradores, em benefício próprio ou de outros interessados.

Dessa forma, entende-se que a eficiência dos contratos pode ser aumentada pela presença do conservadorismo contábil por meio da redução do gerenciamento otimista dos resultados (para cima) da firma. Lopes (2002, p.42) afirma que “a ideia geral do conservadorismo é fornecer informações mais confiáveis aos investidores por meio de demonstrações que não sejam excessivamente otimistas”. Outro aspecto analisado por Watts (2003) é o da influência da tributação sobre a prática do conservadorismo. O autor explica a atuação do conservadorismo quando as empresas lucrativas podem reduzir o desembolso tributário por meio da postergação das receitas e da aceleração das despesas. Shackelford e Shevlin (2001) adicionam que um maior vínculo da tributação com os relatórios contábeis torna a contabilidade mais conservadora.

2.5.4 Gerenciamento de Resultados

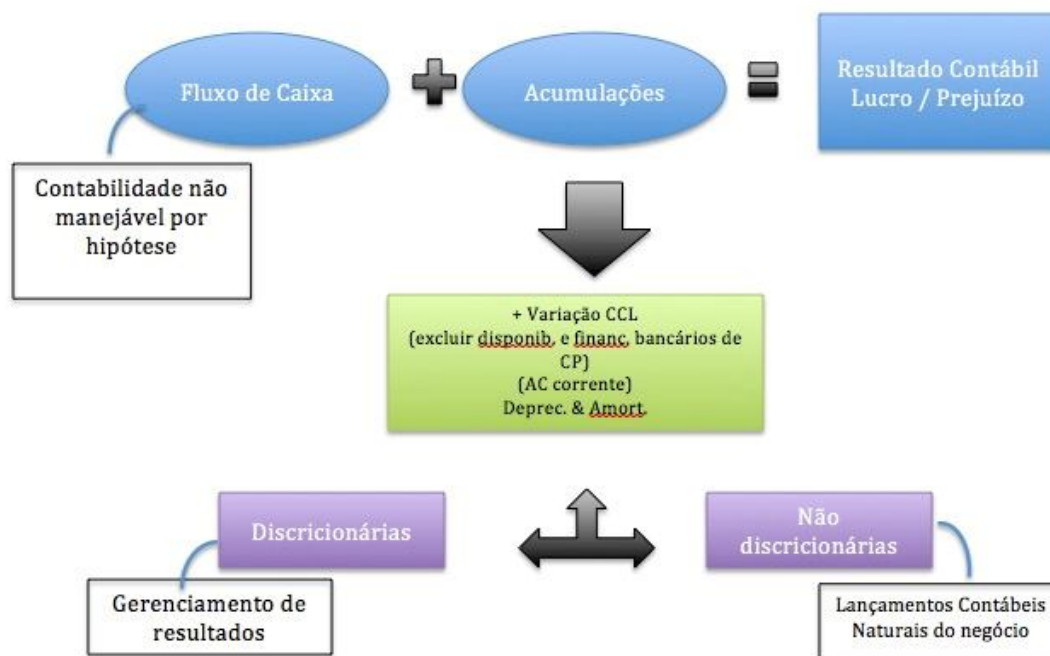
Utilizado com o objetivo de distorcer propositalmente a realidade econômica e financeira das empresas, o gerenciamento de resultados das informações contábeis é amplamente abordado

na literatura internacional (HEALY, 1985; DeANGELO, 1986; WATTS; ZIMMERMAN, 1986; JONES, 1991; DECHOW *et al*, 1995; BARTOV; MOHANRAM, 2004). Estudos como os de Coelho e Lopes (2007), Nardi *et al.* (2009), Formigoni *et al.* (2012), Silva *et al.* (2014) e Moura *et al.* (2016) destacam que um menor gerenciamento de resultados reflete maior qualidade das informações contábeis. Segundo Rezende e Nakao (2012), o gerenciamento de resultados é a manipulação dos números da empresa que resulte em resultados desejáveis de maneiras estratégicas, podendo ser oriundo da geração de valores ou da criação de artifícios contábeis. Dessa forma, por meio dos artifícios contábeis ocorre uma camuflagem da realidade da firma, sem desobediência das regras e normas contábeis e sem infrações à legislação, causando, potencialmente, prejuízos aos usuários, já que os demonstrativos não representam o que realmente ocorre na empresa.

Considere-se que, ao tomar a decisão de gerenciar o resultado da empresa, o gerente utiliza as contas de resultado da empresa para manipular os números. A diferença entre o lucro líquido da empresa e o fluxo de caixa operacional líquido é chamada de *accrual* (acumulação). Portanto, todas as contas de resultado integrante do lucro das empresas, que não implicam necessariamente na movimentação de disponibilidade, são chamadas de *accruals*, e sua manipulação de acordo com a vontade dos gestores, independente da realidade da empresa, os transforma em *accruals* discricionários. Martinez (2008) afirma que os *accruals* discricionários são uma *proxy* do gerenciamento de resultado contábil, e que são positivos quando melhoram os resultados da empresa e são negativos quando pioram. Ainda segundo o autor, uma consequência natural do gerenciamento de resultados é o comprometimento da qualidade da informação contábil que, por sua vez, pode criar sérias ineficiências alocativas entre empresas, assim como provocar distribuições de riquezas injustificáveis, com danosas consequências para o incipiente mercado de capitais brasileiro.

Chapman e Steenburgh (2011) afirmam que o Gerenciamento de Resultados pode ser classificado em dois tipos, (i) gerenciamento de atividades e (ii) gerenciamento dos *accruals* (Fig.2). O gerenciamento de resultados por meio das atividades reais ocorre quando os gestores exercem seu poder discricionário acerca das decisões de investimento, financiamento, vendas e despesas. Já o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* ocorre quando os gestores utilizam o julgamento para alterar os resultados finais reportados aos diversos usuários, como demonstrado na Figura 2.

Figura 2: Gerenciamento de resultados



Fonte: Adaptado de Chapman e Steenburdh (2011)

A literatura indica as dificuldades em diferenciar, na prática, o gerenciamento de resultados e a fraude contábil, pois trata-se de um tema capcioso, que carece de análises mais profundas. O Conselho Federal de Contabilidade (CFC), por meio da Resolução n. 1.329/2011, enfatiza que a fraude pode envolver esquemas sofisticados e cuidadosamente organizados para a sua ocultação, ou seja, um conluio intencional. Para Santos e Grateron (2003), qualquer distorção na conformidade correta da informação deve ser entendida como uma espécie de fraude. Fuji (2004, p. 4) considera que, por haver uma linha muito tênue entre contabilidade criativa (atuação dentro dos limites legais) e fraudes (práticas ilícitas), o gerenciamento de resultados contábeis pode configurar, em algumas situações, uma pré-condição para a ocorrência de fraudes. Dechow e Skinner (2000) diferenciam o gerenciamento de resultados de fraude correlacionando-os aos princípios contábeis, sendo o limite entre o primeiro e o segundo tema a violação destes princípios.

2.6 Governança corporativa e Qualidade da Informação no Brasil

Segundo Oliveira (1977), até meados da década de 1960, o mercado acionário brasileiro caracterizava-se por baixo volume de transação e pela ausência de uma base institucional. Estas condições são agravadas por uma inflação sem indexação e por demonstrações financeiras sem correção monetária. Intensificada a partir de 1964, a preocupação com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro estrutura-se pela criação da Lei nº 4.595/64 (Lei da Reforma Bancária) e pela Lei nº 4.728/65 (Lei do Mercado de Capitais) (DUBEAUX, 2001, p. 26). Criando o Conselho Monetário Nacional (CMN) e definindo claramente as atribuições do Banco Central do Brasil (BACEN), estas leis regulamentaram o funcionamento da Bolsa de Valores, dispoendo sobre as companhias abertas, criando incentivos fiscais para a emissão de ações e debêntures, e legislando sobre os papéis dos diversos integrantes do sistema monetário nacional.

Experimentou-se, entre 1964 e 1973, um importante crescimento do mercado de capitais, especialmente da Bolsa de Valores, fomentado pelo declínio da inflação. Contudo, a crise de especulações vivida em 1973 demonstrou a necessidade da reformulação do sistema, que gera uma série de decisões governamentais, buscando melhor regulamentação e policiamento do mercado, visando ao aumento da proteção de investidores e acionistas. Entre 1974 e 1989 a reorganização do mercado, apesar das boas intenções governamentais, não se solidificou, e os resultados alcançados foram aquém do esperado. A partir de 1991, com o lançamento do Plano Diretor do mercado de capitais, a abertura ao mercado estrangeiro aconteceu por meio de medidas desenvolvimentistas e liberalizantes. Contudo, as características e as minúcias dos produtos e instrumentos criados pela legislação, de certa maneira, travam o desenvolvimento do mercado.

Embora não seja um assunto relativamente novo, já que é pauta de estudos e pesquisas há pelos menos 50 anos, a governança corporativa somente nos últimos anos vem se transformando, tanto em mercados emergentes como em mercados desenvolvidos, em uma preocupação realmente importante. No Brasil, este debate intensificou-se graças às inúmeras privatizações das décadas de 1980 e 1990 e ao movimento de internacionalização da economia na década seguinte. À medida que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas minoritários e majoritários tornaram-se mais complexas pela reestruturação

societária provocada pelas privatizações das empresas brasileiras, a necessidade de mecanismos controladores das atividades dos agentes tornou-se eminente. Além disso, a entrada de novos sócios estrangeiros e investidores institucionais nas grandes companhias estimula e torna essenciais os esforços em busca de boas práticas de governança corporativa. De fato, os mecanismos de governança no Brasil necessitam, e muito, de aperfeiçoamento, pelo desenvolvimento incipiente do mercado de capitais, mas também por outras características, como a concentração acionária, pela sobreposição da propriedade sobre a gestão, pelas inúmeras deficiências do *enforcement*, pelo modelo tradicional sempre voltado aos interesses dos proprietários e pela baixa eficácia dos conselhos de administração.

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento dos instrumentos de governança corporativa no Brasil, segundo Carvalho da Silva (2004), estão a Lei nº 10.303/2001 (Nova Lei das S.A.) e a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo. Promulgada em 31 de outubro de 2001, com vigência a partir de março de 2002, a Nova Lei das S.A. preconizava maior proteção a acionistas ordinários minoritários e aos preferenciais por meio de medidas como garantia de eleições de representantes para o Conselho de Administração (desde que alcançado o percentual de 10% do capital social da empresa ou 15% do total das ações com direito a voto), além da criação da CVM. Contudo, de certa forma, esta lei também trouxe retrocesso para os mecanismos da governança corporativa, por exemplo, nas limitações impostas à ação do conselho de administração e na consolidação da figura do controlador (SILVEIRA, 2002).

Além da Lei nº 10.303/2001 (Nova Lei das S.A.), a criação dos níveis 1 e 2 e do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo constitui alicerce fundamental para o estabelecimento da cultura da governança corporativa no Brasil. Por meio de adesão voluntária das empresas comprometidas com a transparência de seus negócios, há a diferenciação nas práticas exigidas em cada nível do mercado. As companhias listadas no Nível 1 devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. De acordo com o Regulamento de Listagem e Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 1, em vigor a partir de 10/05/2011, as empresas listadas sob o Nível 1, além das informações contidas nas disposições legais, devem oferecer ao grande público informações adicionais, como, por exemplo, um calendário anual do eventos corporativos que contenha “no mínimo, menção e respectiva datas dos atos e eventos societários, da reunião pública com

analistas e da divulgação das informações financeiras da companhia, conforme modelo divulgado pela BM&FBovespa”. No Nível 2 de governança corporativa, além das obrigações contidas no Nível 1, as empresas comprometem-se a adotar elementos mais complexos, como a disponibilização dos balanços anuais da empresa, de acordo com as normas do *United States Generally Accepted Accounting Principles* (USGAAP), além da garantia do direito a voto, aos acionistas preferenciais, em algumas matérias, como cisão, fusão, incorporação ou transformação da companhia. Outros fatores podem ser citados como incentivos ao modelo de governança brasileiro. São eles a regulamentação dos fundos de pensão pela Resolução CMN 2.829/01; a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) no mercado de capitais; o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, criado pelo IBGC e as recomendações da CVM sobre as boas práticas de governança corporativa.

Fundado em 1995 com o nome de Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração (IBCA), posteriormente renomeado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, ocorreu, em 1999, o lançamento do primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, com o objetivo de “influenciar os protagonistas da nossa sociedade na adoção de práticas transparentes, responsáveis e equânimes na administração das organizações” (IBGC, 2017). Atualmente em sua 5ª edição, o código “adota uma abordagem que estimula o uso consciente e efetivo dos instrumentos de governança, focando a essência das boas práticas”. Segundo o IBCG, esta edição do código, feita com foco em empresas, é menos prescritiva e busca, por meio da explicitação da importância da ética nos negócios, ampliar o olhar sobre as diversas partes interessadas da empresa (*stakeholders*).

Segundo o código, são quatro os princípios básicos da governança corporativa e sua incorporação nas atividades da empresa permitem melhor relacionamento com clientes internos e externos da organização. O primeiro deles, a transparência, transmite o desejo de participar informações confiáveis e fidedignas aos diversos *stakeholders*, indo além daquelas estabelecidas via leis e regulamentações, não se restringindo ao desempenho econômico-financeiro. Este princípio prega a informação ampla dos diversos fatores que possam influenciar as decisões gerenciais, inclusive os intangíveis. O segundo princípio, o da equidade, diz respeito à forma de tratamento destinada aos interessados na organização e preconiza tratamento justo e isonômico, levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades e expectativas. A *accountability* (ou princípio da prestação de contas) atribui aos

agentes de governança a responsabilidade na prestação de contas de maneira clara e concisa, responsabilizando-os pelas consequências de seus atos ou omissões, no que concerne aos seus papéis na organização, e enfatiza o caráter de tempestividade, responsabilidade e compreensibilidade, inerentes aos dados que divulgam. Finalmente, o quarto princípio de responsabilidade corporativa diz respeito ao zelo pelos diversos capitais existentes dentro da firma. Segundo este princípio, devem ser resguardados os capitais financeiros e manufaturados, bem como o intelectual, o humano, o social, o ambiental e o reputacional, observando-se a obrigatoriedade dos agentes na redução de externalidades que os afetem de forma negativa e impactem inconvenientemente na viabilidade econômico-financeira das organizações, sejam em curto, médio ou longo prazos.

2.7 Governança corporativa e Qualidade da Informação na França

Na França, bem como em outros países da Europa Ocidental, empresas familiares dominam sistematicamente o cenário corporativo e enfatizam estruturas de concentração acionária. Em sua pesquisa, Faccio e Lang (2002) assinalam que 65% das empresas listadas, em 1996, na França, são de propriedade familiar e, corroborando esta afirmação, Boubaker (2005) assinala que, no ano 2000, 69,61% das empresas listadas eram de propriedade familiar, e mais de 90% delas dirigidas por membros da família. Neste cenário, aparentemente, não seria infundada a relutância das empresas na divulgação de informações e no provimento de canais de comunicação com investidores para o estímulo do *public disclosure*. Contudo, desde meados de 1990, o estabelecimento de códigos de governança na França mudou esta perspectiva.

Visando estimular a divulgação de informações aos acionistas minoritários e propagar medidas pela transparência no mercado, dentre outras medidas, o primeiro relatório *Vienôt* foi divulgado em 1995 e atualizado em 1998, bem como o relatório *Bouton* (2002). Barros *et al.* (2013) apontam que, dentre outros mecanismos, são encorajadas a indicação de diretores independentes, a separação das funções do CEO e membro do conselho e a divulgação voluntárias de informações relevantes para estimular a volta dos acionistas ao mercado financeiro. Em 2003, inspirado na americana *SOX*, o parlamento francês adotou a *Financial Secutiry Law*, fortalecendo as provisões legais relacionadas às boas práticas de governança

corporativa na França, aumentando as responsabilidades do CEO, promovendo mais controles internos e minimizando eventuais fontes de conflitos de interesses.

Atualmente, vigoram dois códigos de governança redigidos por organizações empresariais, que são o Código AFEP-MEDEF, elaborado pela junção da *Association Française des Entreprises Privées* com a *Mouvement des Entreprises de France*, destinado a empresas que compõem o CAC 40 (*Cotation Assistée en Continu*) e o Código *Middlenext*, elaborado pela associação de mesmo nome, destinado a empresas de pequeno e médio porte. Este último, alvo de revisões constantes para a inclusão de novas modalidades e instrumentos eficazes para a subsistência da governança corporativa, como a revisão de julho de 2013 que introduz o *say on pay* (procedimento de consulta sobre a remuneração individual dos executivos em vigor nos Estados Unidos desde 2011) e a redução do número de mandatos consecutivos dos componentes internos do conselho de administração.

Segundo publicação da *Autorité des marchés financiers* - AMF (2016), existe uma melhora consistente das práticas de governança e de transparência de informações prestadas pelas grandes corporações. Destacam-se as recorrentes recomendações acerca da diversidade na composição dos conselhos de administração em resposta à lei de cotas proposta em 2011, em que 29,7% dos componentes eram mulheres e que exige que, até 2017, 40% dos postos dos conselhos fossem ocupados por mulheres. Além disso, há uma maior rigidez para demonstrações de informações acerca dos planos de previdência complementar, da obrigatoriedade da divulgação dos quadros de compensação dos gestores e a apreciação do princípio *comply or explain*, estimulando a transparência das informações, publicações de informações voluntárias e conformidade no cumprimento de normas e regulamentos. Neste mesmo relatório, novas recomendações para a evolução das práticas de governança são sugeridas, como acordos entre representantes dos empregados e empregadores, e valorização das relações comerciais significativas e duradouras.

Segundo Poutier (2004), as publicações voluntárias são essenciais para uma avaliação regular e consistente do valor de mercado das empresas, dadas as deficiências dos relatórios regulamentados. As publicações voluntárias dos resultados trimestrais e das perspectivas de resultados anuais, que incluem as previsões dos gestores acerca dos resultados esperados (*profit warnings*), ainda não são práticas comuns a todas as empresas, apesar de bem vistas

pelo mercado, já que, na França, as empresas são obrigadas, por lei, a publicar apenas relatórios semestrais e anuais. Cabe observar que o estudo do contexto da divulgação de informações na França é muito relevante, já que as empresas listadas são majoritariamente controladas por famílias ou indivíduos e, no país, a lei que estabelece a proteção dos minoritários ainda é falha, como aponta La Porta (1999). Lakhali (2006) menciona que as empresas francesas controladas por um acionista majoritário não são suscetíveis de publicar voluntariamente seus resultados, como também encontraram Eng e Mak (2003), Ho e Wong (2001) e Chau e Gray (2002), e que este comportamento tende a diminuir quando investidores internacionais passam a compor o quadro societário dessas empresas, determinando, assim, a relevância institucional do capital estrangeiro na decisão das publicações de informações, dadas as exigências desses atores. Como observado por Ginglinger e L'her (2002), esses investidores representam, para o mercado, uma garantia de proteção dos interesses da minoria quando a propriedade está concentrada. Ainda em sua pesquisa, Lakhali (2006) aponta que a obrigatoriedade das divulgações trimestrais nos Estados Unidos, de certa forma, impacta positivamente a divulgação das empresas francesas e que os líderes e gestores têm utilizado, ocasionalmente, a publicação voluntária de informações para demonstrar seu bom desempenho ao mercado e, dessa forma, beneficiarem-se do aumento da cotação das ações.

Com a utilização das dimensões que verificam a qualidade da informação contábil, os pesquisadores têm investigado o efeito – impacto da adoção – delas sobre as empresas quando da implementação das normas internacionais de contabilidade. Jeanjean e Stolowy (2008) verificaram o efeito no gerenciamento de resultados da adoção obrigatória na Austrália, na França e no Reino Unido, tendo verificado que, na França, não há redução no gerenciamento e sim um incremento. Ao analisar a aplicação dos padrões contábeis com a finalidade de verificar se a utilização dos padrões internacionais de contabilidade torna os relatórios contábeis mais informativos e com informações de maior qualidade, quando comparados a não utilização do mesmo, Cella, Rodrigues e Niyama (2011) observaram que, em países como Alemanha e França, a adoção dos padrões internacionais de contabilidade aumenta o *value relevance* das informações contábeis.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

O problema de pesquisa que norteia este estudo consiste em avaliar se a adoção de boas práticas de governança corporativa e a qualidade da informação contábil refletem positivamente no valor das empresas e maximizam seu desempenho financeiro. Dessa forma, deseja-se reforçar, aqui, a necessidade da utilização de uma correta metodologia de pesquisa, que investigue, em profundidade, o problema levantado, por meio da seleção de uma amostra adequada e de variáveis profícuas. Segundo Lakatos e Marconi (2010), a finalidade das atividades científicas é a obtenção da verdade, por meio da comprovação de hipóteses que, por sua vez, são pontes entre a observação da realidade e a teoria científica, que explica a realidade. Ainda segundo as autoras, o método é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo.

3.1 Caracterização da pesquisa

Considerando-se os objetivos deste estudo, soa mais adequado classificá-lo como um estudo descritivo, haja vista que, segundo Gil (2002), este tipo de pesquisa tem como objetivos o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições que proporcionam maior familiaridade com o tema. Segundo Selltiz (1995), por meio do estudo descritivo, o pesquisador tem a possibilidade de apresentar as características de uma situação, grupo ou indivíduos, além da oportunidade de verificar a frequência com que algo ocorre ou sua relação com outro fator, aplicando-se especificamente a este estudo, que pretendeu estabelecer o relacionamento entre governança e valor da empresa.

Há também a possibilidade de classificar um pesquisa quanto à abordagem do problema. Segundo Creswell (2010), com objetivos bem definidos e sabendo-se o que se pretende com esta pesquisa, dentro do estudo descritivo será desenvolvida uma abordagem quantitativa. A pesquisa de enfoque quantitativo é aquela na qual os dados são representados por métricas que têm como elemento de apoio central a linguagem matemática, tanto por seu rigor de conceituação e operacionalização, quanto pela redução de vieses ambíguos de outros modelos de análises de fenômenos. Assim, este estudo caracteriza-se como quantitativo funcional, no

qual se aplica um modelo matemático determinístico para responder ao problema de pesquisa em estudo.

Com relação à abordagem epistemológica, este estudo pode ser tipificado como empírico-analítico. Segundo Comte (1995), os fatos propriamente ditos fornecem, por assim dizer, o material do conhecimento, emergindo daí a sua característica fundamental, a objetividade. Adicionalmente, segundo De Andrade Martins (2000), há forte preocupação com a validação da prova científica e o estabelecimento de relação causal entre variáveis, via testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

3.2 Unidades de análise e de observação

Ludke e Andre (2011) afirmam existirem dois tipos de unidades de análise, a unidade de registro e a unidade de contexto. Na unidade de análise cabe ao investigador a possibilidade de selecionar segmentos específicos do conteúdo para fazer a análise, determinando, por exemplo, a frequência com que aparece no texto uma palavra, um tópico, um tema ou uma expressão (operação que quantifica os termos). No entanto, dependendo dos objetivos e das perguntas assumidas na investigação, pode haver a necessidade da exploração em que tal unidade ocorre, e não apenas a sua frequência.

Dessa forma, o método de codificação escolhido fica à mercê da natureza do problema e das questões específicas da pesquisa, já que, ao atuarem como entidades submetidas ao processo de observação e que respondem ao problema de pesquisa, as unidades de análise encerram um limite para a operacionalização da pesquisa. Nesse sentido, como o presente trabalho objetiva analisar a influência das boas práticas de governança corporativa e da qualidade da informação contábil no desempenho financeiro das empresas, têm-se as empresas de capital aberto, cotadas em bolsas de valores do Brasil e da França, como unidades de análise. Já as unidades de observação foram dadas pelas variáveis anuais das empresas da amostra, para os anos de 2006 a 2015, para qualidade da informação contábil e apenas de 2015 para governança corporativa.

3.3 População e amostra

A amostra foi composta por empresas não financeiras, listadas nas bolsas de valores de São Paulo e Paris, que atendessem aos critérios definidos para a composição final delimitada pela pesquisa. Na seleção feita para a amostra, as empresas do setor financeiro, conforme denominação da BM&FBovespa, foram excluídas, já que apresentam características específicas e devem ser tratadas separadamente (BEINER *et al.*, 2006).

A definição de critérios de seleção das empresas perpassou a existência de características inerentes à qualidade da informação contábil, além de detalhes relativos à aplicação de normas de boas práticas de governança corporativa definidas por órgãos regulamentadores dos países estudados (data mínima de adesão por parte das companhias, dentre outros). Também foram excluídas as empresas com valor contábil de ativos e patrimônio líquido negativos, conforme metodologia utilizada por Leal e Carvalhal da Silva (2005).

Cabe salientar, neste momento, que sem a não aleatoriedade da seleção dos componentes da amostra não há que se falar em generalização dos resultados para a população, já que amostras não probabilísticas não asseguram representatividade, como afirma De Andrade Martins (2000). A escolha intencional dos anos nos quais a pesquisa foi realizada deve-se ao seu objetivo central e à possibilidade de continuação e posterior comparação com resultados já obtidos por autores que realizaram estudo similar. Entretanto, mesmo sem a generalização dos resultados, a relevância deste estudo é mantida, já que adiciona conteúdo e evidências que contribuem para o desenvolvimento do tema abordado.

Levando-se em consideração as estatísticas descritivas adotadas, uma das limitações da pesquisa é que, para a análise das variáveis de governança corporativa, observa-se que, para o ano de 2015, estavam disponíveis os dados para avaliação de 592 empresas francesas. Para o Brasil, a amostra ficou reduzida a 222 empresas, no mesmo ano.

3.4 Coleta dos dados

Neste projeto utilizaram-se de dados secundários obtidos das bases de dados Osiris. Segundo Gil (2002), é de interesse do pesquisador a utilização de dados secundários, seja por sua

acessibilidade como pela possibilidade da cobertura de uma ampla gama de fenômenos, considerando-se o volume de dados necessário para a realização do estudo.

3.5 Definição Teórica e Operacional das Variáveis para Governança Corporativa

Não há unanimidade, na academia, acerca do método ideal ou das variáveis mais adequadas para a mensuração da estrutura de propriedade e controle das empresas. A análise da relação entre a adoção de práticas de governança e o valor da empresa fica a critério do pesquisador, considerando-se a disponibilidade dos dados das plataformas de pesquisa, sua adequação e aplicabilidade, bem como a análise da qualidade da informação contábil.

3.5.1 Variáveis Dependentes para mensuração de desempenho

Foram utilizados modelos de MQO Cross Section, executados pela aplicação de quatro variáveis dependentes para a mensuração do valor da empresa. Num quadro de globalização e de abertura dos mercados, em que a competitividade é fator determinante do sucesso, os sistemas de medição de desempenho se tornaram indispensáveis. A mensuração de desempenho é definida, por Neely (1998), como sendo o processo de quantificar a eficiência e a efetividade de ações passadas, por meio de aquisição, coleta, classificação, análise, interpretação e disseminação dos dados apropriados. Hendriksen e Van Breda (1999) enfatizam que a mensuração do desempenho pode ser feita sob a ótica de valores monetários, normalmente utilizando dados contábil-financeiros, e ou sob a ótica de informações não monetárias.

Segundo Damodaram (2004), o ROA de uma empresa mensura a sua eficiência operacional em gerar lucros a partir de seus ativos, anteriormente aos efeitos do financiamento, oferecendo, dessa forma, uma medida mais clara e verdadeira do retorno da empresa.

$$ROA = \frac{\text{Lucro antes de juros e impostos (1 - taxa do imposto)}}{\text{Total dos Ativos}} \quad [1]$$

Com base em Correia (2008), o ROE também pode ser utilizado como medida de desempenho contábil.

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad [2]$$

Conforme pondera Caldas (2011), o Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC) é considerado um vetor financeiro estratégico quando associado a medidas de crescimento e ao custo de capital da empresa, podendo ser útil para identificar oportunidades de criação de valor no longo prazo.

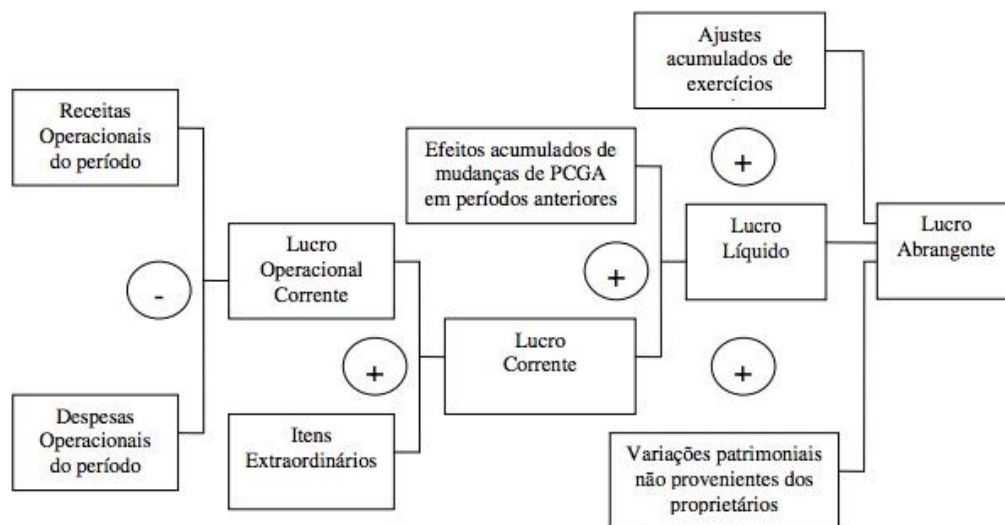
$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Capital Investido}} \quad [3]$$

Segundo Backers (2003, p. 24), *Return on Capital Employed* (ROCE) é a medida de rentabilidade da empresa que demonstra o quanto de retorno excede o capital investido. O autor salienta que este índice não expressa efetivamente a riqueza gerada, pois a fórmula do indicador não leva em consideração o custo do capital investido.

$$ROCE = \frac{EBITDA}{(\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo não circulante})} \quad [4]$$

Braga, Nossa e Marques (2003, p. 9) destacam que “a rentabilidade conjunta dos recursos próprios e de terceiros é mensurada pela taxa de retorno sobre o ativo total: $ROA = \text{Lucro Líquido}/\text{Ativo Total} = LL/AT$.” Como pode ser visto na Figura 3, o resultado gerado pelas diferentes formas de apresentação do lucro (Lucro Operacional Contábil, Lucro Abrangente e Lucro Líquido), conforme determina a Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, Lei das Sociedades Anônimas, impacta em disparidade na análise do ROA.

Figura 3: Níveis de abrangência do lucro



Fonte: Adaptado de Coelho e Carvalho (2005)

Ao pesquisar se houve mudança significativa na rentabilidade e no valor de mercado de empresas após adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, Tavares Filho (2006) examinou as variáveis ROA, ROE e Valor Total de Mercado da Empresa (TQ) e os resultados indicaram que, quando analisadas em conjunto, existe uma mudança significativa e positiva nessas três variáveis após a adesão. No entanto, quando as empresas foram analisadas individualmente, 63,64% dos casos convergiam para a aceitação da hipótese de que houve mudança significativa positiva no valor da empresa, entretanto, para o ROA e ROE apenas 27,27% e 31,82% dos casos individuais foram convergentes com a análise em conjunto, respectivamente.

Ao comparar empresas que adotaram a governança corporativa nos seus diferentes níveis e as empresas do mercado tradicional, Bressan, Bressan (2008) realizaram um trabalho para verificar se existia diferença entre a média da rentabilidade das ações de empresas listadas na BM&FBovespa que adotaram governança corporativa nos seus diferentes níveis e as empresas do mercado tradicional. Os autores utilizaram uma amostra de 130 empresas, das quais 65 adotaram práticas de governança e 65 eram pertencentes ao segmento tradicional, no período de 2005 a 2006. Os resultados evidenciaram que a média da rentabilidade para empresas que pertencem aos diferentes níveis de governança corporativa foi superior à média das empresas sem governança corporativa.

3.5.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes foram utilizadas neste estudo para estimar a qualidade de governança das empresas estudadas e foram analisadas as seguintes variáveis relativas às cinco dimensões da governança: (1) composição do conselho de administração; (2) estrutura de propriedade e controle; (3) modalidades de compensação de gestores; (4) proteção aos acionistas minoritários e (5) transparência das informações publicadas.

3.5.2.1 Variáveis da Composição do Conselho de Administração

Utilizando-se os pressupostos da Teoria da Agência para representar a composição do conselho, assim como fizeram Silveira (2004), Gollner (2006), Gotardello (2006), Velasquez (2008), Correia (2008), Ribeiro (2009) e Almeida (2012), foi adotada a variável *dummy* Separação das funções de presidente do conselho e CEO (SEPCEO). Esta variável binária assume valor 1, se os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração forem ocupados pela mesma pessoa, isto é, se os cargos forem unificados. Contudo, se os cargos forem ocupados por pessoas diferentes, a variável assumirá valor 0.

Outra variável relevante, conforme apontam Lipton e Lorsh (1992), Jensen (1993) e Almeida (2012), também utiliza o número de conselheiros (NOADVISOR), que pondera sobre o número de membros participantes do conselho de administração.

Ainda foi utilizado o Grau de Independência do Conselho (GIC), que constitui a diferença entre a proporção de membros não executivos (externos) e membros executivos (internos) no conselho, dada pela Equação 3.

$$INDEP = \left(\frac{EXT}{TOT} \right) - \left(\frac{INT}{TOT} \right) \quad [5]$$

em que

INDEP = grau de independência do conselho de administração

TOT = total de membros do conselho

EXT = número de membros não executivos da empresa (externos) no conselho

INT = número de membros executivos da empresa (internos) no conselho

3.5.2.2 Variável da Estrutura de Propriedade e Controle

Um dos preceitos fundamentais que norteiam a Teoria da Agência é o desenvolvimento de mecanismos que permitam a convergência entre os interesses de acionistas e agentes, e que a maneira como o capital é distribuído nas empresas, assim como mencionado nesta introdução, pode influenciar e contribuir para a redução de conflitos de agência. Para representar tais aspectos, neste estudo adotou-se a variável número de acionistas (NOSHAREH), representando o número de acionistas que possuem qualquer número de ações em seu poder.

De maneira similar, considera-se que a eficiência do monitoramento deve crescer de acordo com presença de grandes acionistas na companhia e, dessa forma, além do direito de controle, analisou-se a variável direito sobre o fluxo de caixa (DSFC), avaliando-se o direito de propriedade do controlador (percentual de ações ordinárias e preferenciais em posse do controlador), como sugerem Gotardelo (2006), Lameira (2007) e Correia (2008).

Também foi utilizada a variável que representa o número de empresas no grupo (NOCOMPINGROUP), que mede a quantidade de empresas participantes do grupo de empresas, além da variável NOSUBSID, que explicita o número de subsidiárias presentes na composição das empresas. Além dessas, utilizou-se uma variável que demonstra o grau de separação entre gestão e propriedade (OWNOTMAN), na qual se verifica quantos proprietários não são gerentes em suas empresas. Por fim, também representando a estrutura de propriedade e controle, por meio da variável NODIRECTMAN foi possível observar o número de diretores que não são gerentes nas empresas das amostras.

3.5.2.3 Variáveis da Compensação de Gestores

Gestores podem ser punidos por mau desempenho ou recompensados, por proprietários que objetivem motivá-los a agir com maior eficiência e em consonância com os interesses da organização. Como variáveis de compensação de gestores neste estudo foram utilizadas as seguintes:

a) a variação na remuneração (VARREM) – que mede a variação no valor da remuneração anual total paga a todos os administradores, assim como adotaram Hall e Leibman (1998) e Correia (2008);

b) o valor absoluto da remuneração total paga aos administradores (que inclui valores relativos à participação em lucros e resultados obtidos pela empresa no período) foi contemplado pela análise da variável Remuneração Total (REM);

c) quando a companhia adota programa de participação dos administradores no lucro da empresa, a variável *dummy* Participação no Lucro (PLUCRO) assume valor 1; caso contrário, assume valor 0;

d) a variável plano de opções indica a existência de um programa de incentivo aos administradores na aquisição de opções de compra de ações da companhia. Assim como no trabalho de Correia (2008), esta *dummy* assume o valor 1 em caso da presença do programa e, caso não haja, assume o valor 0.

3.5.2.4 Variáveis de Proteção Aos Acionistas Minoritários

A implantação de boas práticas de governança oferece recursos que tendem a limitar a liberdade de ação dos acionistas controladores, em busca de equilíbrio de interesses de todas as classes de acionistas da organização, segundo La Porta *et al.* (1998). A relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício, conhecido como Índice de *payout* (PAYOUT), mede a porcentagem do lucro líquido a ser distribuído entre os acionistas da empresa.

Outra variável utilizada é a que considera o direito de voto de classes de ações preferenciais. Para esta análise, como fez Correia (2008), foi utilizada a *dummy* (DVAP), que assume valor 1 quando o estatuto da companhia conceder direito a voto a uma ou mais classes de ações preferenciais em quaisquer circunstâncias (direito pleno ou matérias especiais). Por outro lado, assume valor 0 quando não houver direito a voto.

Também considerou-se, para efeito de análise de proteção aos direitos dos acionistas, a variável *dummy* PRC, que indica a Prioridade no Recebimento de Capital. Nos casos de

liquidação da companhia, a *dummy* assume valor 1 quando os proprietários de ações preferenciais forem resguardados via estatuto na prioridade de reembolso de capital e valor 0, caso contrário.

3.5.2.5. Variáveis de Transparência das Informações Publicadas

Baseando-se na proposta de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Fernandes e Ferreira (2007) e Correia (2008), segundo os quais o nível de transparência das informações publicadas está estritamente relacionado à qualidade da governança das empresas, *proxies* de manipulação dos lucros foram utilizadas para mensurar a qualidade das informações publicadas.

Dentre elas, a variável Transparência 1 (TRANSP1) busca medir a relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações, pela seguinte fórmula de cálculo:

$$Transp = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(CFO_{it})} \quad [6]$$

sendo

TRANSP1: transparência 1

LDIR_{it}: lucro depois do imposto de renda da empresa i no tempo t; e

CFO_{it}: fluxo de caixa das operações da empresa i no tempo t

3.5.2.6 Outras Variáveis

Vários estudos apontam para a necessidade de verificar a evolução da governança corporativa das empresas por meio da indicação de sua participação no mercado acionário internacional, principalmente no norte-americano. Entende-se que, dadas as regras e os níveis de exigências do mercado internacional, a participação de empresas neste segmento é um parâmetro relevante para a qualidade da governança, considerando-se o nível de *enforcement* e regulação. Além disso, segundo La Porta *et al.* (1997), empresas que possuem suas ações em portfólios estrangeiros têm possibilidades melhores para a captação de recursos, com

melhores condições dos que os oferecidos nacionalmente, já que, para isso, são obrigadas a cumprir o nível de requisitos propostos pelos mercados internacionais, tradicionalmente maiores que os brasileiros. Sendo assim, conforme propõem Stulz (1999) e Coffee (1999), empresas nacionais que cumprem esse tipo de requisito internacional para a emissão de ADRs devem ser consideradas diferenciadas em relação ao seu nível de governança e, dessa forma, esta diferenciação deve se dar por meio de uma representação via *dummy*. Estas variáveis foram empregadas em outros estudos, como o de Carvalhal-da-Silva (2004) e o de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008).

Por fim, com o objetivo de expressar o número de dividendos distribuídos anualmente, foi utilizada a variável NUMDIVIDENDOS, indicando o número de vezes em que ocorre a distribuição de dividendos a todos os sócios, pelo período de um ano.

3.6 Análise dos Dados

Cabe ao pesquisador definir relações de causalidade entre as variáveis, mas elas não podem ser consideradas corretas sem a sua devida validação. Pretendeu-se, nesta pesquisa, investigar a suposta existência de correlação significativa entre as variáveis de governança corporativa qualidade da informação contábil e desempenho ou valor das empresas da amostra, partindo-se da hipótese de que tanto governança corporativa quanto a qualidade da informação contábil são relevantes para o valor ou o desempenho da empresa. Contudo, apesar de defensável, do ponto de vista teórico, a relação de causalidade pode não se mostrar absolutamente verdadeira.

A análise dos dados de governança corporativa foi conduzida por meio de um modelo que utiliza o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). A notação do modelo de regressão linear é expressa pela Equação

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \epsilon \quad [7]$$

em que Y representa a variável dependente, ou seja, aquilo que se pretende explicar/entender/predizer. X₁, por sua vez, representa a variável independente, aquilo que o pesquisador acredita que pode ajudar a explicar/entender/predizer a variação de Y. O intercepto (α), também chamado de constante, representa o valor de Y quando X₁ assume valor zero. Dito de outra forma, na ausência de variáveis independentes, o intercepto (α)

representa o valor da média esperada de Y. O coeficiente de regressão (β) representa a mudança observada em Y, associada ao aumento de uma unidade em X1. Finalmente, o termo estocástico (ϵ) representa o erro em explicar/entender/predizer Y a partir de X1. Em particular, ϵ é a diferença entre os valores observados e os valores preditos de Y, ou seja, os resíduos do modelo (Krueger e Lewis-Beck, 2008). Hair *et al.* (2009) afirmam que "a análise de regressão múltipla é uma técnica estatística que pode ser usada para analisar a relação entre uma única variável dependente e múltiplas variáveis independentes (preditoras)".

Para a qualidade da informação contábil foi empregada a metodologia de dados em painel, que tem a possibilidade de tratar uma seção cruzada de unidades, também chamadas de unidades estatísticas de base que, por meio desta metodologia de análise, tem sua heterogeneidade individual relevada (MARQUES; 2000). Essas unidades apresentam um série temporal de variáveis explicativas e dependentes, ou seja, um estudo longitudinal que estuda n unidades de diferentes entidades, observadas em t períodos de tempo diferentes, conforme explicam Heij *et al.* (2004) e Greene (2002). Esta metodologia permite a aferição de maior quantidade de informações, maior variabilidade de dados, menor colinearidade entre as variáveis e maior eficiência na estimação dos resultados, considerando-se, assim, a sua superioridade em estudos seccionais que, ao não contemplarem a dinamicidade dos dados, transmitem, falsamente, um certa ideia de estabilidade.

Fávero (2013) aponta que muitos dos dados contábeis e financeiros apresentam periodicidade de divulgação, surgindo daí a possibilidade de serem utilizadas metodologias que podem dar-se em painel curto ou painel longo. Painéis curtos são aqueles nos quais o número de indivíduos constantes da amostra ultrapassa o número de períodos de divulgação dos dados e painéis longos são aqueles nos quais existem maiores números de períodos divulgados em relação ao número de indivíduos da amostra. Contudo, segundo Wooldridge (2002), é hipótese básica para a utilização de dados em painel que o número de unidades (n) seja maior que o número de observações no tempo por unidade.

As variáveis desta pesquisa foram selecionadas a partir das proposições da Teoria da Agência e dos conceitos inerentes à Qualidade da Informação Contábil, apresentados no capítulo anterior. Para representar a qualidade da governança das empresas brasileiras e francesas foram selecionadas as variáveis "composição do conselho de administração", "estrutura de

propriedade e controle”, “políticas de remuneração de gestores”, “proteção aos acionistas minoritários” e “transparência das informações publicadas”.

Algumas questões devem ser debatidas com relação ao modelo da pesquisa. Considerou-se, para este estudo, que a governança corporativa pode afetar o valor da empresa e o desempenho contábil, contudo, existe a possibilidade de esta relação estabelecer-se de forma que as empresas alterem sua estrutura de governança a partir de um certo padrão de desempenho contábil. Portanto, denota-se a possibilidade de a endogeneidade afetar a relação das variáveis de maneira significativa, contudo, a correção desses problemas foi realizada buscando-se a adequação da pesquisa e dos dados abordados.

O modelo que aborda o grau de emprego das variáveis para análise do valor da empresa e seu desempenho financeiro foi empregado de maneira combinada, a fim de obter-se a performance contábil das empresas analisadas, por meio da média ponderada das variáveis. Segundo Demsetz e Villalonga (2010) e Bhagat e Jefferis (2002), esta metodologia para cálculo do desempenho contábil combina a vantagem de não se deixar afetar pelo humor do mercado, com a desvantagem de ser manipulável pelos dirigentes que têm a remuneração calculada em função destas variáveis.

Com a variável tamanho do conselho pretende-se observar, conforme Silveira *et al.* (2003), se existe relação significativa para o número de membros no conselho e o desempenho da empresa. Em seu estudo, aqueles autores observaram a relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho, assumindo que um conselho composto por entre cinco e nove integrantes seria um quesito diferenciador na qualidade da governança corporativa. Contudo, pela evidência estatística obtida por Lameira *et al.* (2005) entre a relação estatística significativa entre o logaritmo do tamanho do conselho e o valor da ação, existe a hipótese de o tamanho do conselho não estar restrito entre cinco e nove membros, e, dessa forma, surge a necessidade de testar o tamanho ótimo, controlando, assim, um possível efeito que este quesito causaria no desempenho.

A variável que aborda o grau de independência do conselho de administração deve ser tratada, segundo a literatura, considerando-se a independência entre o CEO e o presidente do conselho de administração. Porém, este grau de independência pode ser muito relativo, considerando-se as inúmeras possibilidades e a dinamicidade das interações entre os vários agentes da

companhia. Dada a limitação das informações públicas disponíveis, já que a CVM faz a separação dos conselheiros entre internos e externos, nesta pesquisa partiu-se da *proxy* que pondera a independência do conselho por meio da composição do órgão entre membros internos e externos. Parte-se do pressuposto de que quanto mais membros externos, maior a independência do conselho, apesar da dificuldade de mensurar efetivamente quando um conselheiro é realmente externo (não aliado aos interesses dos agentes).

A literatura preconiza que o nível de transparência das informações publicadas é indicador do nível da qualidade de governança corporativa das empresas. Esta associação entre o nível de transparência e a governança foi avaliado considerando-se a possibilidade da suavização dos lucros por parte dos *insiders*. A interpretação sugerida para a variável TRANSP1 considera que, se houve variação dos fluxos de caixa muito maior que a variação nos lucros, depreende-se que os lucros foram suavizados e que não há absoluta transparência das informações.

Além das variáveis já citadas, considera-se a utilização de análises por meio de *dummies* de participação nos níveis diferenciados de governança corporativa. A literatura considera que as empresas terão melhores retornos e aumento de suas ações pela migração para os NDGC da BM&FBovespa, conforme apontam Carvalho (2003), Martins, Menezes da Silva e Nardi (2006). Pretende-se perceber ou não como o índice se relaciona com o valor das ações ou o desempenho da companhia, já que, antagonizando os estudos ora citados, Pedreira e Santos (2006) não encontraram evidências de que ocorreram valorizações do bancos pesquisados, além de Birk (2012) que, por sua vez, não identificou geração de valor para as 42 empresas da sua amostra, após a adesão dos mesmos aos NDGC.

3.7 Definição dos Modelos de Qualidade da Informação Contábil

A segunda vertente deste trabalho tem por objetivo analisar relação entre a qualidade da informação contábil e o desempenho das empresas, utilizando-se a abordagem de dados em painel para a amostra selecionada, aplicando-se os modelos propostos por Dechow e Schrand (2004) e o Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) detalhados a seguir.

3.7.1 Modelo Dechow e Schrand (2004)

A compreensão das relações entre fluxos de caixa, resultados e *accruals* auxilia no processo de avaliação do desempenho da empresa. Dechow (1994) e Dechow e Dichev (2002) apontam que os *accruals* ajustam o reconhecimento dos fluxos de caixa ao longo do tempo, fazendo com que os resultados contábeis mensurem de maneira mais acurada o desempenho da empresa. Em diversos trabalhos têm sido examinadas as características dos resultados contábeis e de seus componentes (*accruals* e fluxo de caixa), analisando o impacto das propriedades dos *accruals* no processo de avaliação e de contratação. Em particular, investigam a utilidade dos *accruals* na predição dos resultados futuros e dos fluxos de caixa futuros das empresas, pois a capacidade da firma de gerar fluxo de caixa influencia a valoração de suas ações (DECHOW, 1994; LOPES, 2002; DECHOW; DICHEV, 2002).

Considerando-se a importância da persistência dos resultados contábeis no processo de avaliação do desempenho das empresas e as evidências de que eles são mais persistentes do que o fluxo de caixa, bem como a relevância de se compreender a influência das diferenças de cada país nas características da informação contábil, adotou-se, neste trabalho, o modelo proposto por Dechow e Schrand (2004), que pode ser descrito da seguinte maneira:

$$X_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{iy} + \varepsilon_{it} \quad [8]$$

em que

X_{it+1} = valor da variável na empresa i no ano $t + 1$

X_{iy} = valor da variável na empresa i no ano t

ε_{it} = erro da regressão

Para analisar a persistência dos resultados contábeis, as variáveis X_{it+1} e X_{it} foram substituídas, respectivamente, pelo resultado operacional do período posterior (LO_{it+1}) e o resultado operacional corrente (LO_{it}), enquanto, para avaliar a persistência dos fluxos de caixa, as variáveis do modelo descrito na Equação 1 foram substituídas pelo fluxo de caixa operacional do período posterior (FCO_{it+1}) e fluxo de caixa corrente (FCO_{it}). Considera-se que os resultados contábeis são mais persistentes do que os fluxos de caixa quando a estimativa do seu coeficiente α_1 está mais próximo de 1. Este procedimento metodológico é

consistente com o adotado por Dechow (1994), Barth, Cram e Nelson (2001) e Dechow e Schrand (2004). Para analisar as diferenças de características da informação contábil entre os países, considera-se que a amostra com o maior coeficiente estimado de α_1 é o país com maior nível de persistência dos resultados contábeis.

3.7.2 Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)

Como exposto anteriormente, os números contábeis podem ser gerenciados no intuito de afetar a avaliação do desempenho dos usuários externos. A literatura sobre o tema considera que os *accruals* discricionários seriam uma *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis. Uma das proxies de gerenciamento de resultados contábeis utilizadas neste trabalho foram os *accruals* totais, obtidos pela comparação entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional das empresas da amostra, calculado pelo método indireto. Depois, por regressão matemática, foram estimados os *accruals* discricionários (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995, p. 199). A escolha dos modelos operacionais para a estimação dos *accruals* discricionários se deve ao fato de que o modelo Jones modificado é um dos modelos operacionais mais utilizados nas pesquisas sobre o tema (PAULO, 2007). Em relação a outros modelos, ele busca controlar o efeito das mudanças nas circunstâncias econômicas da empresa sobre os *accruals*, além de reduzir o incremento nas contas a receber das variações da vendas, assim levando em consideração a possibilidade da manipulação das vendas a prazo. O modelo é descrito da seguinte maneira:

$$AT_{it} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta RT_{it} - \Delta CR_{it}) + \alpha_3 (AP_{it}) + \varepsilon_{it} \quad [9]$$

em que

AT_{it} = *accruals* totais da empresa i no ano t ;

A_{it-1} = Ativo Total da empresa i no final do ano $t - 1$;

ΔRT_{it} = variação da receita líquida da empresa i do ano $t - 1$ para o ano t ;

ΔCR_{it} = variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa i do ano $t - 1$ para o ano t ;

AP_{it} = Ativo Imobilizado (e intangíveis) da empresa i no ano t

ε_{it} = resíduo da egressão para a empresa i no ano t

No cálculo ocorre a ponderação dos valores pelos ativos para evitar a influência do tamanho da empresa nos resultados. O modelo Jones modificado, além de ser um dos mais utilizados na literatura, também apresenta maior praticidade na execução. Além disso, ele gera *accruals* sólidos para o desempenho e o oportunismo, destacando os *accruals* discricionários. Como exemplos de estudos nacionais que utilizaram o modelo Jones modificado podem ser citados os de Coelho e Lopes (2007), Nardi *et al.* (2009), Formigoni *et al.* (2012), Silva *et al.* (2014), Mazzioni *et al.* (2015) e Moura *et al.* (2016).

3.8 Pós-Regressão

O método de estimação por mínimos quadrados está fundamentado em algumas premissas que são necessárias para realizar inferências estatísticas sobre a variável dependente Y . As principais premissas são (i) linearidade, isto é, a esperança condicional de Y deve ser uma função linear nos parâmetros, mas não precisa ser linear nas variáveis explicativas; (ii) a esperança condicional dos erros aleatórios ϵ_i é zero, que significa que os fatores não incluídos no modelo e, portanto, agrupados em ϵ_i , não afetam sistematicamente o valor esperado de Y . Além disso, a ausência de correlação entre ϵ_i e X_i indica que X e ϵ exercem influências separadas e aditivas sobre Y ; (iii) homocedasticidade, ou seja, a variância condicional dos erros aleatórios é igual para todas as observações; (iv) ausência de correlação serial nos erros, dados dois valores quaisquer de X , X_i e X_j ($i \neq j$), a correlação entre ϵ_i e ϵ_j é zero. Isso significa que, dado o valor de X , os desvios de quaisquer dois valores de Y em relação à sua média não apresentam padrões sistemáticos de comportamento; (v) os valores de X não devem ser uma constante, portanto, a $\text{Var}(X)$ deve ser um número positivo finito e (vi) ausência de multicolinearidade perfeita, ou seja, não há dependência linear perfeita entre as variáveis explicativas.

Os resíduos de um modelo de regressão são parte fundamental para que se avalie a capacidade do pesquisador em produzir um modelo (representação formal do mundo) que represente, de forma acurada, a realidade estudada (aqui representada pelos dados analisados). É essa abordagem teórica que permite afirmar (com bastante cautela) que quanto menores os resíduos encontrados, melhor é o ajuste do nosso modelo à realidade a ser explicada, como afirma Figueiredo Filho (2011).

3.8.1 Teste de Normalidade por Shapiro Wilk (1965)

A validade exata das pressuposições de aditividade, variância constante (homocedasticidade), normalidade e erros não correlacionados (independência) em modelos lineares é meramente teórica e, na prática, o que se deseja é a validade aproximada, uma vez que os procedimentos obtidos por meio dos modelos lineares são razoavelmente robustos e pouco se perde se a validade das pressuposições é apenas aproximada. Os efeitos dos desvios das pressuposições são variados e a gravidade depende sempre da situação em particular. O objetivo do teste de normalidade proposto por Shapiro Wilk (1965) é fornecer uma estatística de teste para avaliar se uma amostra tem distribuição Normal. O teste fornece o parâmetro valor de prova (valor-p, p-value ou significância), que pode ser interpretado como a medida do grau de concordância entre os dados e a hipótese nula (H_0), sendo H_0 correspondente à distribuição Normal. Quanto menor for o valor-p, menor é a consistência entre os dados e a hipótese nula. Então, a regra de decisão adotada para saber se a distribuição é Normal ou não é rejeitar H_0 : (i) se $\text{valor-p} \leq \alpha$, rejeita-se H_0 , ou seja, não se pode admitir que o conjunto de dados em questão tenha distribuição Normal; (ii) se $\text{valor-p} > \alpha$, não se rejeita H_0 , ou seja, a distribuição Normal é uma distribuição possível para o conjunto de dados em questão (SHAPIRO; WILK, 1965).

3.8.2 Teste de Durbin-Watson (1951)

O teste de Durbin-Watson (1951) é utilizado para detectar a presença de autocorrelação (dependência) nos resíduos de uma análise de regressão. Este teste é baseado na suposição de que os erros no modelo de regressão são gerados por um processo autorregressivo de primeira ordem. Geralmente, $d = 2$ indica que não existe autocorrelação. Se a estatística de Durbin-Watson é substancialmente menor que 2, existe evidência de correlação serial positiva. Como uma regra aproximada, se d é menor que 1, existe motivo para alarme. Pequenos valores de d indicam termos de erro positivamente correlacionados. Se $d > 2$, os termos de erro são, em média, negativamente correlacionados.

$$dw = \frac{\sum_{i=2}^n (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n e_i^2} \quad [10]$$

3.8.3 Homocedasticidade

O método dos mínimos quadrados pressupõe homocedasticidade, ou seja, que os erros aleatórios da função de regressão da população, μ_i , tenham variância igual ou, em termos mais formais, que $E[\mu_i - E(\mu_i)]^2 = E(\mu_i^2) = s^2$, para $i = 1, 2, \dots, n$. Esta pressuposição de homoscedasticidade é fundamental para a construção dos intervalos de confiança e para os testes de hipóteses, e sem ela não se pode assegurar que o método dos mínimos quadrados produza os melhores estimadores lineares não tendenciosos. De fato, na presença de heterocedasticidade, os estimadores de mínimos quadrados dos parâmetros do modelo continuam a ser lineares e não tendenciosos, mas os estimadores das variâncias dos parâmetros são tendenciosos.

As pressuposições de aditividade, variância constante (homocedasticidade), normalidade e erros não correlacionados (independência) em modelos lineares têm vários objetivos, mas, essencialmente, visam facilitar a interpretação dos resultados, tornar as técnicas estatísticas mais simples e possibilitar testes de hipóteses. O não atendimento destas pressuposições pode afetar mais ou menos gravemente as conclusões tomadas com base nos modelos estabelecidos e nas técnicas de análise a eles associados (JOHNSON; WICHERN, 1998).

O teste de Breusch-Pagan (Gujarati, 2009) pressupõe que existe relação linear entre o quadrado dos resíduos padronizados, p_i , e as variáveis explicativas do modelo, que pode ser representada por

$$p_i = \beta_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p + v_i \quad [11]$$

Após estimar os parâmetros do modelo acima pelo método dos mínimos quadrados, calcula-se o estimador q , que é igual à metade da soma de quadrados explicada pelo modelo. Na hipótese de homocedasticidade, o estimador q tem distribuição aproximadamente χ^2 com $(p-1)$ graus de liberdade e, portanto, se $q > \chi^2_{p-1}$, rejeita-se a hipótese de homocedasticidade, por ser significativo o grau de explicação linear das variáveis explicativas sobre os quadrados de resíduos padronizados.

O teste de Breusch-Pagan (1979) é bastante utilizado para testar a hipótese nula de que as variâncias dos erros são iguais (homoscedasticidade) *versus* a hipótese alternativa de que as variâncias dos erros são uma função multiplicativa de uma ou mais variáveis, sendo que esta(s) variável(eis) pode(m) pertencer ou não ao modelo em questão. Ele é indicado para grandes amostras e quando a suposição de normalidade nos erros é assumida.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O objetivo, neste trabalho, foi analisar a relação entre a governança corporativa, a qualidade da informação contábil e o desempenho de empresas não financeiras de capital aberto do Brasil e da França. Conforme detalhado no terceiro capítulo, a relação entre as variáveis foi investigada por meio de um conjunto de abordagens econométricas distintas. Foram selecionadas variáveis específicas para análise da governança corporativa, aplicando-se regressões isoladas utilizando-se MQO, enquanto as variáveis de qualidade da informação contábil foram analisadas pela utilização da técnica de dados em painel.

4.1 Governança Corporativa

Inicialmente, neste capítulo, são apresentados e analisados os resultados obtidos para uma amostra composta por 592 empresas da França e 222 empresas no Brasil, no ano de 2015, considerando-se a disponibilidade dos dados na plataforma Osiris, por meio das seguintes variáveis: MARKETCAP: Quantidade de ações multiplicado pelo preço da ação; NODVISOR: Número de conselheiros do conselho de administração; NODIRECMANG: Número de diretores/gerentes; NOCOMPINGROUPU: Número de empresas no grupo; NOSHAREH: Número de acionistas; NOSUBSID: Número de subsidiárias; OWNNOTMAN: Número de proprietários que não exercem atividades gerenciais e NUMDIVIDENDO: Número de dividendos distribuídos anualmente, por meio da utilização de diferentes variáveis dependentes:

- (i) ROA: *Return on assets*
- (ii) ROE: *Return on equity*
- (iii) ROCE: *Return on capital employed*
- (iv) ROIC: *Return over invested capital*

4.1.1 Governança Corporativa – FRANÇA

Apresentam-se os resultados obtidos pela análise das variáveis de governança corporativa para as empresas francesas analisadas na amostra, levando-se em consideração as variáveis dependentes ROA, ROE, ROCE E ROIC, já definidas anteriormente na metodologia deste trabalho.

4.1.1.1 Variável ROA

Na Tabela 1 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROANETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas francesas.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas da França, com variável dependente ROANETINC

Variável	Mínimo	1° Q.	Mediana	Média	3° Q.	Máximo
ROANETINC	-82,67	-0,755	2,5	-0,6586	5,2525	62,58
MARKETCAP	169	19185	77997	2408822	534169	109554036
NODIRECMANG	0	9	13	15,7	19	67
NOCOMPINGROUP	0	13	15,5	172,9	84,5	4725
NOSHAREH	1	7	13	21,3	28	108
NOSUBSID	0	4	12	47,3	35	974
NOADVISOR	1	6	7	7,544	9	18
OWNOTMAN	0,09	0,99	1	0,9469	0	0
NUMDIVIDENDO	0	0	0	0,6301	1	12

Fonte: Resultados da pesquisa.

Por apresentarem elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1, algumas variáveis (NoAdvisor e NoSubsid) foram suprimidas do modelo, representado pela Equação 12.

$$\begin{aligned}
 lm \text{ (formula)} &= ROANETINC \sim MARKETCAP + NODIRECMANG + NOSHAREH \\
 &+ NOSUBSID + NOADVISOR + OWNNOTMAN \\
 &+ NUMDIVIDENDO, \text{ data} = \text{dados França}
 \end{aligned}
 \tag{12}$$

O modelo que utiliza a variável ROANETINC como variável dependente apresentou os resíduos mostrados na Tabela 2.

Tabela 2 – Resíduos da França, com variável dependente ROANETINC

Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
-63,507	-2,538	2,205	6,324	39,845

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROANETINC foram obtidos os resultados para as variáveis utilizadas, como mostrado na Tabela 3.

Tabela 3 – Resultados obtidos para França, com variável dependente ROANETINC

Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
(Intercepto)	-10,315132	5,503966	-1,874000	0,061473	.
MARKETCAP	1,137335	0,418505	2,718000	0,006795	**
NODIRECMANG	-0,093340	0,087396	-1,045000	0,296478	
NOSHAREH	-0,175903	0,046869	-3,753000	0,000194	***
NOSUBSID	0,006829	0,009495	0,719000	0,472330	
NOADVISOR	0,767082	0,230352	3,330000	0,000930	***
OWNOTMAN	-7,751880	4,161215	-1,863000	0,063042	.
NUMDIVIDENDO	4,625293	0,838144	5,518000	5,4e-08	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação, o modelo obteve R quadrado de 0,1492, R quadrado ajustado de 0,1377 e erro residual padrão de 12,57, com 520 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 13,02 em 7 e 520 graus de liberdade, com p-valor de 1,736e-15.

Analisando-se os resultados encontrados, foi observada, por meio do modelo de Mínimos Quadráticos Ordinários, a significância estatística, a 10%, para a variável *Owner not manager* (OWNNOTMAN), que evidencia o percentual de proprietários que não se encontravam no quadro de gestores. Esta variável aponta para a relevância da independência da gestão da organização com relação aos objetivos de seus proprietários. O coeficiente negativo da variável, no entanto, indica que o *Return on Assets* (ROA) gerado a partir da receita líquida (*net income*) varia negativamente em função da elevação da independência do corpo de gestão da organização com relação aos sócios da empresa. Se, por um lado, a isenção da percepção dos sócios na direção da empresa pode apontar para a elevação dos critérios técnicos na organização, a partir da perspectiva da teoria da agência, a existência de intermediários entre sócios e empresa pode resultar não apenas na elevação da dificuldade de direção das organizações, mas também na elevação dos custos associados a esse processo de intermediação. Este mesmo fenômeno foi observado nas pesquisas de Oswald e Jahera

(1991), Cole e Mehran (1998), Thomsen e Pedersen (2000) e Hotchkiss e Strickland (2003), que identificaram que a estrutura de propriedade está diretamente relacionada com o desempenho da empresa. Joh (2003), Kapopoulos e Lazaretou (2007), Kaserer e Moldenhauer (2007), Ganguli e Agrawal (2009) e Mandaci e Gumus (2010) encontraram os mesmos resultados para empresas coreanas, gregas, alemãs, indianas e turcas, respectivamente. Por meio de um experimento natural, Giannetti e Laeven (2009) também identificaram relação positiva entre propriedade e eficiência na Suécia, utilizando fundos de pensão como instrumento exógeno.

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.

Já a variável Market Capitalization (MARKETCAP) é estatisticamente significativa, a 1%, apresentando coeficiente positivo frente à variável independente do presente modelo (ROA). 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). A partir de uma perspectiva estratégica, como cita Porter (2004), ambientes nos quais a padronização e a baixa diferenciação são predominantes tendem a apresentar maior tendência à competitividade por eficiência de custos e, nesse sentido, a maturidade das organizações poderia estar associada ao ganho de eficiência por meio da negociação de grandes lotes.

O número de conselheiros (NOADVISOR), por outro lado, 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). A variável, no entanto, não traz referências com relação à qualidade ou à origem dos conselheiros, elemento de grande relevância.

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.

Por fim, o número de dividendos no ano (NUMDIVIDENDO) 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). Apesar de a relação direta entre margens de retorno e distribuição de dividendos poder parecer óbvia, tendo em vista a obrigatoriedade de as organizações distribuírem os lucros de cada período, é importante não avaliar a variável de forma meramente univariada, mas observar que, no modelo atual, o coeficiente da variável é apresentado em associação direta com o número de conselheiros e inversa com o de proporção de proprietários não gestores.

Como dito na metodologia, algumas premissas são necessárias para realizar inferências estatísticas sobre a variável dependente Y no método de estimação por mínimos quadrados. Neste modelo que utiliza a variável ROANETINC para os dados das empresas francesas, o Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965) obteve 0,98968 para os resíduos e um p-valor de 0,09954. A autocorrelação medida através do Teste de Durbin-Watson (1951) obteve um índice de 2,0967 e um p-valor de 0,8192. Finalmente, para o teste de homoscedasticidade baseado em Breusch-Pagan (1979) obteve-se índice de 96,85, com um p-valor de 0,059. Observando-se a variabilidade da amostra, os testes de pós-regressão efetuados e o nível de significância obtido pelas variáveis, considera-se adequado o modelo utilizado.

4.1.1.2 Variável ROE

Na Tabela 4 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROENETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas francesas.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas da França, com variável dependente ROENETINC

Variável	Mínimo	1° Q.	Mediana	Média	3° Q.	Máximo
ROENETINC	-211,4600	3,3820	8,1650	5,9220	13,8980	90,1700
MARKETCAP	784	115651	430988	4708909	3857657	109554036
NODIRECMANG	4	12	17	20,93	26	65
NOCOMPINGROUP	0	20,75	66,5	285,23	255,5	4725
NOSHAREH	2	13	22	31,33	46,25	108
NOSUBSID	0	12	30,5	89K19	92	974
NOADVISOR	1	8	9	9,012	10	18
OWNOTMAN	0,19	0,97	1	0,9374	1	1
NUMDIVIDENDO	0	0	1	1,061	1	12

Fonte: Resultados da pesquisa.

Novamente, como abordado no primeiro modelo, algumas variáveis, por apresentarem elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1 deste trabalho, foram suprimidas (NoAdvisor, NoShareH e OwnnotMan) do modelo representado pela Equação 13.

$$\begin{aligned}
 lm \text{ (formula} &= \text{ROENETINC} \sim \text{MARKETCAP} + \text{MARKETCAPITALIZATION2} \\
 &+ \text{NODIRECMANG} + \text{NOCOMPINGROUP} + \text{NOSUBSID} + \text{NOADVISOR} \\
 &+ \text{NUMDIVIDENDO, data} = \text{dados França} \qquad \qquad \qquad [13]
 \end{aligned}$$

O modelo que utiliza a variável ROENETINC como variável dependente apresentou os resíduos demonstrados na Tabela 5.

Tabela 5 – Resíduos da França, com variável dependente ROENETINC

Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
-19,2504	-4,7097	-0,1749	4,7452	23,4802

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROENETINC foram obtidos, para as variáveis utilizadas, os resultados mostrados na Tabela 6.

Tabela 6 – Resultados obtidos para França, com variável dependente ROENETINC

Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
(Intercepto)	4,987000	2,459e+00	2,028000	0,044046	*
MARKETCAP	2,926e-06	1,340e-06	2,184000	0,030247	*
NODIRECMANG	-6,112e-02	6,631e-02	-0,922000	0,357906	
NOCOMPINGROUP	-5,644e-04	1,122e-03	-0,503000	0,615719	
NOSUBSID	4,794e-03	7,098e-03	0,675000	0,500236	
NOADVISOR	2,140e-01	2,545e-01	0,841000	0,401580	
NUMDIVIDENDO	3,143e+00	8,416e-01	3,735000	0,000253	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Vale ressaltar a diferença entre os valores obtidos entre os modelos ROANETINC e ROENETINC após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação. O modelo ROENETINC obteve um R quadrado de 0,1118 (inferior ao modelo ROANETINC, que foi de 0,1492), um R quadrado ajustado de 0,07682 (também inferior ao modelo ROANETINC que foi de 0,1377) e um erro residual padrão de 7,359, com 178 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 3,199 em 7 e 178 graus de liberdade (muito diferente do modelo ROANETINC, que ficou em 13,02), com um p-valor de 0,003239, também significativamente diferente do modelo do ROA como variável dependente, que ficou com 1,736e-15 .

Observando-se o modelo gerado a partir do ROE (ROENETINC), é possível verificar uma sensível perda de significância estatística na grande maioria das variáveis, quando comparado ao modelo ROANETINC, permanecendo significativa a 5% a variável de tamanho MARKETCAP e apenas a variável de número de dividendos no ano (NUMDIVIDENDO) com maior significância estatística. A variável NUMDIVIDENDO, assim como no modelo para os dados das empresas da França, cuja variável independente era ROA com base na receita líquida (ROANETINC), apresentou-se positivamente correlacionada com o ROE. A correlação positiva entre número de dividendos distribuídos no ano e ROE, além de reforçar que empresas francesas de maior rentabilidade tendem a distribuir mais vezes, apontam para o fato de que empresas com maior número de distribuições tendem também a apresentar maior

remuneração do capital próprio. Tendo em vista a Teoria da Agência, destaca-se a hipótese de que a restrição do excesso de caixa nas empresas, por meio de maiores volumes de distribuição, tendem a resultar em melhor desempenho da organização.

Como apontado por Silva e Moraes (2006), quanto maior a rentabilidade, menor o nível de substituição dos executivos, o que leva a considerar que uma estrutura de governança satisfatória conduz à melhoria da performance empresarial. O desempenho e a estrutura de capital de uma empresa encontram-se relacionados quando se admite que uma firma rentável e adequadamente administrada não terá problemas de solvência ou de capacidade de pagamento, pois uma liquidez ruim decorre, provavelmente, de uma inadequada rentabilidade passada ou do mau redirecionamento de seus lucros (PAVODESE; BENEDICTO, 2005).

Comparando-se o primeiro modelo, que utiliza a variável ROANETINC como dependente com o segundo modelo, que utiliza a variável ROENETINC, é possível verificar um índice positivo maior para a variável MarketCap no modelo que utiliza a variável dependente ROENETINC, na comparação com o modelo que utiliza a variável dependente ROANETINC, apesar da significância estatística de 1% no primeiro modelo e de 5% no segundo modelo. As demais variáveis não apresentaram níveis de significância estatística razoáveis e, por este motivo, não é possível estabelecer nenhuma análise a partir de seus resultados, já que seu poder explicativo para as variáveis não é relevante.

No modelo que utiliza a variável ROENETINC para os dados das empresas francesas, o Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965) obteve 0,99337, para os resíduos e um p-valor de 0,5678. A autocorrelação medida por meio do Teste de Durbin-Watson (1951) obteve um índice de 1,9481 e um p-valor de 0,3433. Finalmente, para o teste de homoscedasticidade baseado em Breusch-Pagan (1979), obteve-se um índice de 6,8748, com um p-valor de 0,442. Observando-se a variabilidade da amostra, os testes de pós-regressão efetuados e o nível de significância obtido pelas variáveis, considera-se adequado o modelo utilizado.

4.1.1.3 Variável ROCE

Na Tabela 7 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROCENETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas francesas.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas da França, com variável dependente ROCENETINC

Variável	Mínimo	1° Q.	Mediana	Média	3° Q.	Máximo
ROCENETINC	-75,7200	3,6120	6,6050	6,7570	10,5680	97,7100
MARKETCAP	784	115651	439264	4718269	3857657	109554036
NODIRECMANG	4	12	17	21,06	26	67
NOCOMPINGROUP	0	19,75	66,5	297,05	255,5	4725
NOSHAREH	2	13	22	31,26	46,25	108
NOSUBSID	0	12	20,5	88,91	92	974
NOADVISOR	1	8	9	9,029	10	18
OWNNOTMAN	0,19	0,97	1	0,9394	1	1
NUMDIVIDENDO	0	0	1	1,057	1	12

Fonte: Resultados da pesquisa.

Algumas variáveis, por apresentarem elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1, foram suprimidas dos resultados (NoAdvisor, NoDirecMang, NoShareH, NoSubsid), sendo representado o modelo pela Equação 14, apresentando os resíduos demonstrados na Tabela 8.

$$lm(formula = ROCENETINC \sim MARKETCAP + NOADVISOR + NODIRECMANG + NOCOMPINGROUP + NOSHAREH + NOSUBSID + OWNNOTMAN + NUMDIVIDENDO, data = dados\ Fran\c{a}) \quad [14]$$

Tabela 8 – Resíduos da França, com variável dependente ROCENETINC

Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
-12,7754	-3,2943	-0,2216	3,1187	11,1676

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROCENETINC foram obtidos os resultados demonstrados na Tabela 9, para as variáveis utilizadas.

Tabela 9 – Resultados obtidos para França, com variável dependente ROCENETINC

Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)
(Intercepto)	5,17e+00	2,665e+00	1,941000	0,053800 .
MARKETCAP	2,112e-06	8,892e-07	2,375000	0,018600 *
NOCOMPINGROUP	-1,045e-03	7,381e-04	-1,416000	0,158600
NOADVISOR	2,292e-01	1,726e-01	1,328000	0,185900
OWNNOTMAN	-2,439e+00	2,319e+00	-1,052000	0,294400
NUMDIVIDENDO	2,443e+00	5,490e-01	4,449000	1,52e-05 ***

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Cabe ponderar as diferenças obtidas neste modelo com os valores obtidos para os modelos ROANETINC e ROENETINC, após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação. O modelo ROCENETINC obteve um R quadrado de 4,948 (muito superior aos dos modelos anteriores ROANETINC E ROENETINC, que foram de 0,1492 e 0,1118, respectivamente). Já o R quadrado ajustado apresentou menor distorção em relação aos modelos ROANETINC E ROENETINC, apresentando um resultado de 0,1567, em comparação aos modelos anteriores, que obtiveram 0,1377 e 0,07682, respectivamente. O índice obtido para o Teste estatístico F foi de 5,513 em 6 e 178 graus de liberdade, com um p-valor de 2,927e-05.

É possível verificar que, no modelo em análise, apenas duas variáveis apresentaram significância estatística, assim como no modelo que utiliza a variável ROENETINC como variável dependente. Nos dois modelos, a variável MarketCap apresentou o mesmo comportamento estatístico, no que tange ao nível de significância e ao sinal de correlação com a variável dependente. A variável MarketCap apresentou, tanto no modelo que utiliza a variável ROENETINC quanto no modelo que utiliza a variável ROCENETINC, correlação positiva e um nível de significância de 5%. Já a variável NumDividendo, que expressa o número de dividendos distribuídos anualmente pelas empresas da amostra, apresentou-se, nos resultados do modelo ROCENETINC, como a variável de maior significância estatística. Analisando-se os resultados desta mesma variável em todos os modelos até agora apresentados (ROANETINC, ROENETINC E ROCENETINC) é possível inferir seu poder explicativo em todos eles e cabe ressaltar a ligeira queda nos índices apresentada pela variável nos modelos analisados (4,625293; 3,143 e 2,443, respectivamente). As demais variáveis não apresentaram níveis de significância estatística razoáveis e, por este motivo, não é possível estabelecer nenhuma análise a partir de seus resultados, já que seu poder explicativo para as variáveis não é relevante.

Neste modelo que utiliza a variável ROCENETINC para os dados das empresas francesas, o Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965) obteve 0,99283, para os resíduos e um p-valor de 0,5006. A autocorrelação medida por meio do Teste de Durbin-Watson (1951) obteve um índice de 2,0077 e um p-valor de 0,5035. Finalmente, para o teste de homoscedasticidade baseado em Breusch-Pagan (1979), obteve-se um índice de 11,121, com um p-valor de

0,08471. Observando-se a variabilidade da amostra, os testes de pós-regressão efetuados e o nível de significância obtido pelas variáveis, considera-se adequado o modelo utilizado.

4.1.1.4 Variável ROIC

Na Tabela 10 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROICNETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas francesas.

Tabela 10 – Estatísticas descritivas da França, com variável dependente ROICNETINC

Variável	Mínimo	1° Quartil	Mediana	Média	3° Quartil	Máximo
ROICNETINC	-900,810	5,388	11,070	9,146	16,955	358,560
MARKETCAP	1439	204070	1129873	6987407	5635127	109554036
NODIRECMANG	4	13	20,5	23,62	30,75	67
NOCOMPINGROUP	3	24	110	371,2	333,2	4725
NOSHAREH	2	14,25	33	38,12	59,75	108
NOSUBSID	0	15	41	110,9	121,8	974
NOADVISOR	2	7	8	8,695	10	18
OWNOTMAN	0,26	1	1	0,9635	1	1
NUMDIVIDENDO	0	0	1	1,258	2	12

Fonte: Resultados da pesquisa.

Neste modelo de análise que utiliza a variável ROIC com base na receita líquida (ROICNETINC) pode-se observar que a amostra formada por empresas francesas apresentou média e mediana positivas, ambas próximas de zero, em comparação com seus valores de mínimo e máximo. Algumas variáveis apresentaram elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1 e, por este motivo foram suprimidas dos resultados (NoDirecMang, NoSubsid), sendo a seguir representado o modelo pela Equação 15, apresentando os resíduos demonstrados na Tabela 11.

$$\begin{aligned}
 lm \text{ (formula} &= \text{ROICNETINC} \sim \text{MARKETCAP} + \text{NOADVISOR} + \text{NODIRECMANG} \\
 &+ \text{NOCOMPINGROUP} + \text{NOSHAREH} + \text{NOSUBSID} + \text{OWNNOTMAN} \\
 &+ \text{NUMDIVIDENDO}, \text{data} = \text{dados França}
 \end{aligned}
 \tag{15}$$

Tabela 11 – Resíduos da França, com variável dependente ROICNETINC

Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
-18,1415	-4,4417	-0,8651	4,1604	24,2479

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROICNETINC foram obtidos os resultados demonstrados na Tabela 12, para as variáveis utilizadas.

Tabela 12 – Resultados obtidos para França, com variável dependente ROICNETINC

Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)
(Intercepto)	1,808e+01	6,245e+00	2,896000	0,004420 **
MARKETCAP	2,399e-06	7,17e-07	3,343000	0,001080 **
NOCOMPINGROUP	-1,150e-03	1,146e-03	-1,044000	0,317280
NOSHAREH	-3,043e-02	3,804e-02	-0,800000	0,425110
NOADVISOR	-2,633e-01	3,016e-01	-0,873000	0,384130
OWNNOTMAN	-7,831e+00	5,560e+00	-1,409000	0,161290
NUMDIVIDENDO	2,414e+00	1,001e+00	2,410000	0,017300 *

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação, o modelo obteve um R quadrado de 0,1646, um R quadrado ajustado de 0,1207 e um erro residual padrão de 7,753, com 133 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 3,745 em 7 e 133 graus de liberdade, com um p-valor de 0,0009817.

Neste último modelo de análise das empresas francesas é possível verificar significância estatística para apenas uma variável. Como nos modelos apresentados anteriormente, a variável MarketCap apresenta bom comportamento estatístico no que tange ao nível de significância e ao sinal positivo de correlação com a variável dependente. É possível inferir que o nível de significância da variável MarketCap neste modelo é igual ao observado para a variável no modelo ROANETINC e maior neste modelo (1%) do que nos modelos ROE e ROC (5%). As demais variáveis não apresentaram níveis de significância estatística razoáveis e, por este motivo, não é possível estabelecer nenhuma análise a partir de seus resultados, já que seu poder explicativo para as variáveis não é relevante.

Neste modelo que utiliza a variável ROICNETINC para os dados das empresas francesas, o Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965) obteve 0,77761 para os resíduos e um p-valor de 0,1845. A autocorrelação medida por meio do Teste de Durbin-Watson (1951) obteve um índice de 1,9609 e um p-valor de 0,3954. Finalmente, para o teste de homoscedasticidade baseado em Breusch-Pagan (1979), obteve-se um índice de 5,2541, com um p-valor de 0,5117. Observando-se a variabilidade da amostra, os testes de pós-regressão efetuados e o nível de significância obtido pelas variáveis, considera-se adequado o modelo utilizado.

4.1.2 Governança Corporativa – Brasil

Seguindo a linha de trabalho, apresentam-se agora os resultados obtidos pela análise das variáveis de governança corporativa para as empresas brasileiras utilizadas na amostra, levando-se em consideração as variáveis dependentes ROA, ROE, ROCE E ROIC, já definidas anteriormente na metodologia deste trabalho. Avaliando-se as estatísticas descritivas apresentadas apenas para as empresas brasileiras, é possível observar um grupo com menos da metade do número de empresas da França. Enquanto a amostra francesa apresentou dados para 592 empresas, para o Brasil a amostra foi reduzida para 222. Dessa forma, é possível inferir resultados mais significativos para a França, dada a maior robustez da amostra.

4.1.2.1 Variável ROA

Na Tabela 13 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROANETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas brasileiras.

Tabela 13 – Estatísticas descritivas do Brasil, com variável dependente ROANETINC

Variável	Mínimo	1º Quartil	Mediana	Média	3º Quartil	Máximo
ROANETINC	-53,690	-3,833	1,830	-0,616	5,933	29,440
MARKETCAP	6,97	11,31	13,16	13,01	14,88	19,45
NODIRECMANG	0	5	7	10,58	12	55
NOCOMPINGROUP	0	5	11,5	64,78	44,75	1215
NOSHAREH	2	6,25	13	19,3	29,5	67
NOSUBSID	0	2	7	21,78	19,75	350
NOADVISOR	1	2	3	3,462	4	10
OWNOTMAN	0,43	0,99	1	0,9595	1	1
NUMDIVIDENDO	0	0	1	1,914	3	8

Fonte: Resultados da pesquisa.

Assim como para o grupo de empresas francesas analisadas anteriormente, o ROA com base na receita líquida (ROANETINC) apresentou média negativa e mediana positiva, ambas próximas de zero, em comparação com seus valores de mínimo e máximo. Diferença significativa pode ser observada, no entanto, no primeiro quartil da variável, que se apresentou próximo a zero para a França, mas substancialmente inferior para as empresas no Brasil, indicando, por sua maior proporção de empresas com desempenho negativo, a influência das crises enfrentadas pelo país no ano de 2015. Algumas variáveis, por apresentarem elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1, foram suprimidas dos resultados, sendo o modelo representado pela Equação 16.

$$\begin{aligned}
 lm \text{ (formula} &= \text{ROANETINC} \sim \text{MARKETCAP} + \text{NOADVISOR} + \text{NODIRECMANG} \\
 &+ \text{NOCOMPINGROUP} + \text{NOSHAREH} + \text{NOSUBSID} + \text{OWNNOTMAN} \\
 &+ \text{NUMDIVIDENDO, data} = \text{dadosBrasil} \qquad \qquad \qquad [16]
 \end{aligned}$$

Na Tabela 14 apresentam-se os resíduos obtidos pelo modelo que utiliza a variável ROANETINC como variável dependente.

Tabela 14 – Resíduos do Brasil, com variável dependente ROANETINC

Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
-18,118	-3,391	0,677	3,377	15,415

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROANETINC foram obtidos os resultados demonstrados na Tabela 15, para as variáveis utilizadas.

Tabela 15 – Resultados obtidos para Brasil, com variável dependente ROANETINC

Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)
(Intercepto)	-12,851783	4,203836	-3,057000	0,002560 **
MARKETCAP	1,603034	0,259026	6,189000	3,68e-09 ***
NODIRECMANG	-0,109872	0,046991	-2,338000	0,020430 *

NOSHAREH	-0,035885	0,033076	-1,085000	0,279330
NOSUBSID	-0,016299	0,009775	-1,667000	0,097090
NOADVISOR	0,487656	0,586496	0,831000	0,406760
OWNOTMAN	-6,376861	4,158895	-1,533000	0,126870
NUMDIVIDENDO	0,419553	0,222244	1,888000	0,060590

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Após a exclusão da variável (NoCompingroup) que apresentou elevada correlação, o modelo obteve um R quadrado de 0,2386, um R quadrado ajustado de 0,2104 e um erro residual padrão de 6,19, com 189 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 8,46 em 7 e 189 graus de liberdade. Quando comparado ao modelo que utiliza o ROA com base na receita líquida, aplicado a empresas francesas, os resultados das empresas brasileiras apresentaram um p-valor bastante diferente (5,378e-09 para a amostra que compreende as empresas brasileiras e 1,736e-15 para a amostra que compreende as empresas francesas).

Imprescindível destacar a significativa diferença entre os valores da variável que representa o número de conselheiros no conselho de administração das empresas brasileiras (NOADVISOR). Enquanto as empresas francesas apresentaram média de 4,704 e mediana de 5, as empresas brasileiras aparecem com apenas um conselheiro no terceiro quartil da distribuição da amostra, evidenciando o baixíssimo número de conselheiros na maioria delas. Hermalim e Weisbach (2001) demonstraram que conselhos menores e com mais membros independentes se mostram mais eficazes no monitoramento da administração da empresa. 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, devendo levar em consideração sua integridade, tamanho e a prestação de contas da firma, além da gestão, incluindo a supervisão e a orientação da diretoria.

Ao observar o modelo gerado a partir das empresas brasileiras notam-se coeficientes equivalentes para praticamente todas as variáveis, quando comparados com o modelo gerado a partir dos dados das empresas francesas. Variáveis como número de diretores gestores (NODIRECMANG), número de companhias no grupo (NOCOMPINGROUP) e número de proprietários de ações (NOSHAREH) apresentaram distribuição semelhante nos dois países. Excessão a essa consideração foi a variável número de subsidiárias (NOSUBSID), que

apresentou coeficiente positivamente correlacionado com a variável independente no modelo francês, mas negativamente relacionado para as empresas brasileiras.

Diferentemente do modelo francês, no entanto, o brasileiro apresentou menor número de variáveis estatisticamente significativas, a citar: i) número de dividendos no ano (NUMDIVIDENDO), ii) número de subsidiárias (NOSUBSID), iii) número de diretores gestores (NODIRECMANG) e iv) market cap (MARKETCAP), sendo as duas primeiras significativas a 10%, a terceira significativa a 5% e a última, a 0,1%. Apesar da redução do número de variáveis significativas, o modelo apresentou R quadrático ajustado de 0,2104, frente ao coeficiente de 0,1377 apresentado pelo modelo francês, indicando que o brasileiro apresentou maior capacidade explicativa.

Tendo em vista o fato de a variável market cap ser a única com significância estatística abaixo de 1% e o modelo ter apresentado melhor ajuste de R quadrático ajustado, é importante destacar que o mercado brasileiro apresenta grande parte de sua capacidade explicativa atrelada ao fator único de tamanho da organização. 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.

O número de dividendos, por outro lado, apresentou relevância limitada no modelo brasileiro. Essa baixa relevância não pode, no entanto, ser associada à baixa quantidade de distribuições feitas anualmente, tendo em vista que as empresas brasileiras apresentaram mediana de 1 e média de 1,914, frente à média de 0,63 e mediana de 0 das empresas francesas.

As quantidades de conselheiros (NOADVISOR) e de acionistas (NOSHAREH), diferentemente do observado no caso dos dados das empresas francesas, não apresentaram significância estatística para o caso brasileiro. A não significância da quantidade de conselheiros aponta para a hipótese de que empresas com maiores quantidades de conselheiros não necessariamente fazem bons usos 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.

Já com relação a acionistas, diferentemente do observado nos dados da França, 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.

Neste modelo que utiliza a variável ROANETINC para os dados das empresas brasileiras, o Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965) obteve 0,98601 para os resíduos (semelhante ao das empresas francesas 0,98968) e um p-valor de 0,04839. A autocorrelação medida por meio do Teste de Durbin-Watson (1951) obteve um índice de 2,1623 e um p-valor de 0,8709 (também parecido com o índice apresentado por empresas francesas que foram, respectivamente, de 2,0967 e 0,8192). Finalmente, para o teste de homoscedasticidade baseado em Breusch-Pagan (1979), obteve-se um índice de 7,5349, com um p-valor de 0,3754. Observando-se a variabilidade da amostra, os testes de pós-regressão efetuados e o nível de significância obtido pelas variáveis, considera-se adequado o modelo utilizado.

4.1.2.2 Variável ROE

Na Tabela 16 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROENETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas brasileiras.

Tabela 16 – Estatísticas descritivas do Brasil, com variável dependente ROENETINC

	Mínimo	1° Quartil	Mediana	Média	3° Quartil	Máximo
ROENETINC	-655,980	-2,965	5,070	-9,343	12,525	234,750
MARKETCAP	586	119043	846208	5226755	3323235	280559441
NODIRECMANG	0	5	7	11,13	13	61
NOCOMPINGROUP	0	5	13	76,63	48	1215
NOSHAREH	1	7	14	20,31	31	67
NOSUBSID	0	2	8	33,4	22	1000
NOADVISOR	1	2	3	3,428	4	10
OWNOTMAN	0,04	0,99	1	0,9514	1	1
NUMDIVIDENDO	0	0	2	2,293	4	12

Fonte: Resultados da pesquisa.

A análise das estatísticas descritivas obtidas para a amostra das empresas brasileiras apresenta diferenças para o grupo de empresas francesas analisadas anteriormente. O ROE com base na receita líquida (ROENETINC) apresentou média negativa e mediana positiva, ambas próximas de zero, em comparação com seus valores de mínimo e máximo, enquanto, para as empresas francesas, ambas apresentaram valores positivos. Diferença significativa pode ser observada, no entanto, no primeiro quartil da variável, que se apresentou positivo, próximo a zero para a França e substancialmente inferior para as empresas no Brasil, com sinal negativo, indicando sua maior proporção de empresas com desempenho negativo. Algumas variáveis, por apresentarem elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1, foram suprimidas dos resultados (NoAdvisor, OwnnotMan, NumDividendo) sendo representado o modelo pela Equação 17, apresentando os resíduos demonstrados na Tabela 17.

$$lm(formula = ROENETINC \sim MARKETCAP + NODIRECMANG + NOCOMPINGROUP + NOSUBSID, data = dadosBrasil) \quad [17]$$

Tabela 17 – Resíduos do Brasil, com variável dependente ROENETINC

Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
-29,0162	-4,4322	0,8841	5,5354	26,6466

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROENETINC foram obtidos os resultados demonstrados na Tabela 18 para as variáveis utilizadas.

Tabela 18 – Resultados obtidos para Brasil, com variável dependente ROENETINC

Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
(Intercepto)	3,788e+00	1,348+00	2,809000	0,005630	**
MARKETCAP	2,907e-06	1,034-06	2,812000	0,005590	**
NODIRECMANG	-7,179e-02	9,757e-02	-0,073600	0,463000	
NOCOMPINGRIOUP	4,729e-03	5,255e-03	0,900000	0,369640	
NOSUBSID	-3,65ee-03	9,666e-03	-0,378000	0,706020	

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação (NoShareH, NoAdvisor, OwnnotMan, NumDividendo), o modelo obteve um R quadrado de 0,0992, um R quadrado ajustado de 0,06897 e um erro residual padrão de 10,22, com 149 graus de liberdade. O índice obtido para o Teste estatístico F foi de 3,282 em 5 e 149 graus de liberdade, com um p-valor de 0,00769.

A partir dos dados das empresas brasileiras que utilizam o ROE com base na receita líquida (ROENETINC), o modelo apresentou significância estatística apenas para a variável MARKETCAP. Cabe ressaltar que este mesmo modelo, aplicado às empresas francesas, apresentou a variável MarketCap com significância estatística a 5%, e a 1% para a amostra de empresas brasileiras. Neste modelo que utiliza a variável ROENETINC para os dados das empresas brasileiras, o Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965) obteve 0,96515 para os resíduos e um p-valor de 0,0005915. A autocorrelação medida por meio do Teste de Durbin-Watson (1951) obteve um índice de 2,0751 e um p-valor de 0,6748. Finalmente, para o teste de homoscedasticidade baseado em Breusch-Pagan (1979), obteve-se um índice de 2,009, com um p-valor de 0,8479. Contudo, não apresentando normalidade dos resíduos, os testes de pós-regressão efetuados e o nível de significância obtido pelas variáveis, consideram-se os resultados pouco significativos.

4.1.2.3 Variável ROCE

Na Tabela 19 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROCENETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas brasileiras.

Tabela 19 – Estatísticas descritivas do Brasil, com variável dependente ROCENETINC

Variável	Mínimo	1° Quartil	Mediana	Média	3° Quartil	Máximo
ROCENETINC	298,820	2,630	8,620	5,817	15,180	185,080
MARKETCAP	212	87017	525484	4755460	2898901	280559441
NODIRECMANG	0	4	5	7	10,7	13
NOCOMPINGROUP	0	4	11	71,22	45	1215
NOSHAREH	1	6	13	19,16	28	67
NOSUBSID	0	2	7	31,11	20	1000
NOADVISOR	1	2	3	3,451	4	10
OWNOTMAN	0,04	0,99	1	0,9484	1	1
NUMDIVIDENDO	0	0	2	2,063	3	12

Fonte: Resultados da pesquisa.

Da mesma maneira, como nos modelos anteriores, algumas variáveis, por apresentarem elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1, foram suprimidas dos resultados (NoAdvisor, NoDirecMang, NoShareH, NoSubsid), sendo o modelo representado pela Equação 18.

$$lm(\text{formula} = \text{ROCENETINC} \sim \text{MARKETCAP} + \text{NOADVISOR} + \text{NODIRECMANG} + \text{NOSUBSID} + \text{NUMDIVIDENDO}, \text{data} = \text{dados Brasil}) \quad [18]$$

O modelo que utiliza a variável ROCENETINC como variável dependente para a amostra das empresas brasileiras obteve resultados diferentes dos apresentados pelas empresas francesas, como se observa na Tabela 20.

Tabela 20 – Resíduos do Brasil, com variável dependente ROCENETINC

Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
-22,659	-4,750	0,294	5,932	25,160

Fonte: Resultados da pesquisa.

As medianas da variável ROCE com base na receita líquida das amostras brasileiras e francesas têm sinais opostos; enquanto a amostra brasileira tem sinal positivo, a amostra francesa apresenta mediana com sinal negativo. Pode-se observar que a amostra brasileira apresenta valores de máximo e mínimo significativamente maiores que a amostra das empresas francesas, denotando a maior dispersão da variável para empresas brasileiras em relação às empresas francesas. Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por

meio da variável dependente ROCENETINC foram obtidos os resultados demonstrados na Tabela 21, para as variáveis utilizadas.

Tabela 21 – Resultados obtidos para Brasil, com variável dependente ROCENETINC

Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
(Intercepto)	5,438e+00	1,525e+00	3,566000	0,004660	***
MARKETCAP	1,294e-06	4,414e-07	2,931000	0,003824	**
NOADVISOR	1,386e+00	9,476e-01	1,463000	0,145332	
NODIRECMANG	-1,080e-01	7,380e-02	-1,463000	-0,145238	
NOSUBSID	-1,495e-02	6,107e-03	-2,448000	0,015363	*
NUMDIVIDENDO	4,363e-01	2,867e-01	1,522000	0,129823	

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

É possível verificar que, no modelo em análise, apenas duas variáveis apresentaram significância estatística, assim como no modelo que utiliza a variável ROCENETINC como variável dependente a partir da amostra francesa. Nos dois modelos, a variável MarketCap apresenta o mesmo comportamento estatístico no que tange ao sinal da variável. Tanto para empresas brasileiras quanto para empresas francesas, a variável MarketCap apresenta correlação positiva com a variável ROCE com base na receita líquida. Nota-se, contudo, a significância estatística maior para a amostra brasileira (1%), quando comparada à significância obtida para a amostra francesa (5%).

Cabe ressaltar, como apontam Strikwerda (2003), Rose e Ito (2004) e Sabatino e Wolf (2010), que a multiplicação da variedade de arranjos de propriedade nas empresas é uma tendência mundial. A formação de estruturas societárias, com empresas constituindo subsidiárias, é observada em diversos setores da economia e, apesar de estratégicas em alguns casos, a presença das subsidiárias tem relevância significativa nos resultados e na imagem da empresa frente ao mercado. O resultado apresentado pela variável que indica o número de subsidiárias das empresas da amostra brasileira (Nosubsid) apresenta correlação negativa com o índice ROCE, com base na receita líquida, a 5% de significância. Pode-se indicar, a partir deste resultado, que a presença de subsidiárias não contribui para melhores resultados dos retornos sobre o capital empregado.

Ponderando-se sobre as diferenças obtidas neste modelo com os valores obtidos para os modelos ROANETINC e ROENETINC, após a exclusão das variáveis que apresentaram

elevada correlação, o modelo ROCENETINC obteve um R quadrado de 0,1007 (inferior ao modelo ROANETINC de 0,2386 e superior ao modelo ROENETINC de 0,0992). O R quadrado ajustado apresenta menor distorção em relação aos modelos ROANETINC e ROENETINC, apresentando um resultado de 0,07519, em comparação aos modelos anteriores, que obtiveram 0,1377 e 0,07682, respectivamente. O índice obtido para o Teste estatístico F foi de 3,943 em 5 e 176 graus de liberdade, com um p-valor de 0,002053.

Neste modelo que utiliza a variável ROCENETINC para os dados das empresas brasileiras, o Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965) obteve 0,98482 para os resíduos e um p-valor de 0,04601. A autocorrelação medida por meio do Teste de Durbin-Watson (1951) obteve um índice de 2,0133 e um p-valor de 0,5246. Finalmente, para o teste de homoscedasticidade baseado em Breusch-Pagan (1979), obteve-se um índice de 3,2422, com um p-valor de 0,6627. Observando-se a variabilidade da amostra, os testes de pós-regressão efetuados e o nível de significância obtido pelas variáveis considera-se adequado o modelo utilizado.

4.1.2.4 Variável ROIC

Na Tabela 22 apresentam-se as estatísticas descritivas obtidas pelo modelo que utiliza a variável ROICNETINC como variável dependente, utilizando-se as observações geradas pelos dados de empresas brasileiras.

Tabela 22 – Estatísticas descritivas do Brasil, com variável dependente ROICNETINC

Variável	Mínimo	1° Quartil	Mediana	Média	3° Quartil	Máximo
ROICNETINC	-949,470	7,930	12,430	17,890	20,670	749,260
MARKETCAP	23,04	951011	2696119	10253835	6799631	280559441
NODIRECMANG	0	5	11	15,48	19	61
NOCOMPINGROUP	0	7	24	106,9	79	1215
NOSHAREH	2	14	28	29,22	42	67
NOSUBSID	0	6	14	48,82	28	782
NOADVISOR	1	2	3	3,435	4	8
OWNOTMAN	0,33	1	1	0,9672	1	1
NUMDIVIDENDO	0	0	2	2,635	4	10

Fonte: Resultados da pesquisa.

Neste modelo de análise que utiliza a variável ROIC com base na receita líquida (ROICNETINC), pode-se observar que a amostra formada por empresas brasileiras apresentou medianas bem próximas às apresentadas pela amostra de empresas francesas (12,43 para empresas brasileiras e 11,07 para empresas francesas). Com relação às médias, tanto a amostra brasileira quanto a francesa apresentaram valores positivos, ambas próximas de zero, em comparação com seus valores de mínimo e máximo. Algumas variáveis apresentaram elevada correlação, como pode ser observado no Anexo 1, e, por este motivo, foram suprimidas dos resultados (NoCompingroup, NoShareH, NoAdvisor e NumDividendo). O modelo é representado pela Equação 15 e os resíduos podem ser observados na Tabela 23.

$$lm(\text{formula} = \text{ROICNETINC} \sim \text{MARKETCAP} + \text{NODIRECMANG} + \text{NOSUBSID} + \text{OWNNOTMAN}, \text{data} = \text{dados Brasil}) \quad [15]$$

Tabela 23 – Resíduos do Brasil, com variável dependente ROICNETINC

Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
-19,5655	-5,3991	-0,3697	4,7931	17,7924

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROICNETINC foram obtidos os resultados demonstrados na Tabela 24, para as variáveis utilizadas.

Tabela 24 – Resultados obtidos para Brasil, com variável dependente ROICNETINC

Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)
(Intercepto)	1,551e+00	9,047e+00	0,171000	0,864000
MARKETCAP	4,038e-07	2,456e-07	1,644000	0,105000
NODIRECMANG	8,952e-02	7,941e-02	1,127000	0,264000
NOSUBSID	-8,695e-03	7,302e-03	-1,191000	0,239000
OWNNOTMAN	9,730e+00	9,404e+00	1,035000	0,305000

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação, o modelo obteve um R quadrado de 0,124, um R quadrado ajustado de 0,06456 e um erro residual padrão de 7,722, com 59 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 2,087 em 4 e 59

graus de liberdade, com um p-valor de 0,0939. Neste último modelo de análise das empresas brasileiras não foi possível verificar significância estatística para as variáveis razoáveis e, por este motivo, não é possível estabelecer nenhuma análise a partir de seus resultados, já que seu poder explicativo para as variáveis não é relevante.

4.1.3 Variável ROA por setores

Adicionalmente aos modelos gerados a partir das variáveis ROA, ROE, ROCE E ROIC com base na receita líquida, para todas as empresas constantes da amostra para Brasil e para França, optou-se, nesta sessão, pelo agrupamento das empresas de acordo com setores da economia. Pondera-se que o critério da separação vai da preferência do pesquisador, a fim de formar dois grupos que tenham um número homogêneo de empresas. Portanto, as análises feitas na sequência desta sessão contaram com dois grupos. O primeiro grupo de empresas da França apresenta 160 empresas de bens industriais e 99 de materiais básicos, perfazendo um total de 259. No segundo grupo, a amostra da França englobou 128 empresas de consumo cíclico, 61 de consumo não cíclico e 73 de tecnologia da informação, ficando com um total de 262 empresas. Na Tabela 25 apresentam-se as estatísticas descritivas para os dois setores da França.

Tabela 25 – Estatísticas descritivas da França, com variável dependente ROANETINC, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

		Mínimo	1º Quartil	Mediana	Média	3º Quartil	Máximo
Grupo 1	ROANETINC	-82,67	-1,03	2,47	-1,248	5,355	50,63
	MARKETCAP	169	22346	99527	2620757	553051	102622502
	NODIRECMNG	0	9	13	15,64	19	67
	NOCOMPING	0	13	15	196,1	85	4725
	NOSHAREH	1	7	14	21,16	28,5	89
	NOSUBSID	0	3	11	48,24	35,5	832
	NOADVISOR	1	6	8	7,483	9	14
	OWNOTMAN	0,1068	0,9992	1	0,9561	1	1
	NUMDIVIDEN	0	0	0	0,6834	1	6
Grupo 2	ROANETINC	-69,27	0,233	2,75	1,412	5,32	62,58
	MARKETCAP	183	15024	78477	1864167	527575	40790360
	NODIRECANG	0	8	12	15,7	18,75	65
	NOCOMPING	0	13	17	165,6	87	4725
	NOSHAREH	2	6	12	21,27	25,75	101

NOSUBSID	0	5	13,5	43,54	38	639
NOADVIDOR2	2	6	8	7,756	10	18
OWNOTMAN	0,0949	0,9698	1	0,9308	1	1
NUMDIVIDEN	0	0	0	0,5763	1	5

Fonte: Resultados da pesquisa.

Após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação (NoDirectMang NoSubsid, OwnnotMan), o modelo que engloba na amostra as empresas de bens industriais e materiais básicos obteve um R quadrado de 0,1385, um R quadrado ajustado de 0,1215 e um erro residual padrão de 16,12, com 253 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 8,134 em 5 e 253 graus de liberdade, com um p-valor de 3,887e-07. Já o segundo modelo, que engloba na amostra as empresas de consumo cíclico, consumo não cíclico e de tecnologia da informação, obteve um R quadrado de 0,05799, um R quadrado ajustado de 0,03959 e um erro residual padrão de 12,58, com 256 graus de liberdade. O índice obtido para o Teste estatístico F foi de 3,152 em 5 e 256 graus de liberdade, com um p-valor de 0,008846. O modelo a seguir, na Equação 16, representa as variáveis utilizadas para análise.

$$lm(\text{formula} = ROANETINC \sim MARKETCAP + NOCOMPINGROUP + NOSHAREH + NOADVISOR + NUMDIVIDENDO, \text{data} = \text{dados França}) \quad [16]$$

O modelo que utiliza a variável ROANETINC como variável dependente apresentou medianas próximas a 0 para os dois grupos, com os resíduos demonstrado na Tabela 26.

Tabela 26 – Resíduos da França, com variável dependente ROANETINC, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
Grupo 1	-75,63	-4,265	2,225	7,037	56,604
Grupo 2	-68,315	-2,455	1,325	4,642	63,262

Fonte: Resultados da pesquisa.

Observando-se os resultados apresentados pelo modelo gerado a partir do ROA com base na receita líquida (ROANETINC), é possível verificar que a variável que evidencia o número de

dividendos distribuídos no ano apresenta significância estatística, a 0,1%, para os dois grupos e correlação positiva com a variável dependente nos dois grupos, com um índice maior para o grupo de bens industriais e materiais básicos. A variável que explicita o número de acionistas da empresa também mostra-se estatisticamente significativa para ambos os grupos, contudo, apresenta significância a 10%. Nota-se, nesta variável, correlação negativa para a variável NoShareh e diferença expressiva no resultado obtido para os diferentes grupos. Por fim, nota-se, pelos dados da Tabela 27, significância estatística, a 1%, para a variável que mede o número de conselheiros no conselho de administração das empresas apenas para o grupo 1, com correlação positiva com a variável ROANETINC. Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROANETINC foram obtidos, para as variáveis utilizadas, os resultados mostrados na Tabela 27.

Tabela 27 - Resultados obtidos para França, com variável dependente ROANETINC, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
Grupo 1	(Intercepto)	-1,21e+01	3,04e+00	-3,981	8,96e-05	***
	MARKETCAP	-7,35e-08	1,33e-07	-0,553	0,58065	
	NOCOMPINGROUP	-7,61e-04	1,79e-03	-0,425	0,67125	
	NOSHAREH	-1,16e-01	6,53e-02	-1,784	0,07566	.
	NOADVISOR	1,25e+00	4,01e-01	3,105	0,00212	**
	NUMDIVIDENDO	6,36e+00	1,27e+00	5	1,07e-06	***
Grupo 2	(Intercepto)	-1,83e+00	2,28e+00	-0,806	0,421155	
	MARKETCAP	-2,59e-07	2,22e-07	-1,168	0,244047	
	NOCOMPINGROUP	-2,01e-03	1,76e-03	-1,146	0,252856	
	NOSHAREH	-8,01e-02	4,72e-02	-1,696	0,091121	.
	NOADVISOR	3,75e-01	2,96e-01	1,28	0,201674	
	NUMDIVIDENDO	4,96e+00	1,43e+00	3,476	0,000598	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Já para o primeiro grupo, o Brasil apresentou 48 empresas de bens industriais e 38 empresas de materiais básicos, num total de 86 empresas. No segundo grupo, o Brasil contou com 49 empresas de consumo cíclico, 58 empresas de consumo não cíclico e três empresas de tecnologia da informação, somando 110 empresas. Pode-se notar que a variável ROA com base na receita líquida apresenta médias negativas nos dois grupos, apesar da ligeira diferença

na amplitude da amostra, já que o ponto máximo é maior no grupo 1 do que no grupo 2. Nota-se também que o número de máximo de subsidiárias e de companhias no grupo, representadas pelas variáveis NoSubsid e NoCompingroup, respectivamente, é, notadamente, maior para o grupo de empresas de bens industriais e materiais básicos do que no segundo grupo. Na Tabela 28 apresentam-se as estatísticas descritivas para os dois setores do Brasil.

Tabela 28 – Estatísticas descritivas do Brasil, com variável dependente ROANETINC, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

		Mínimo	1º Quartil	Mediana	Média	3º Quartil	Máximo
Grupo 1	ROANETINC	-98,15	-10,215	0,64	-5,119	4,188	29,44
	MARKETCAP	1061	36011	203885	1658425	1094485	24134578
	NODIRECMA	0	4	6	8,116	9	54
	NOCOMPING	0	3	8,5	56,2	38	803
	NOSHAREH	1	6,25	11	18,93	31	64
	NOSUBSID	0	2	7	57,56	17	1000
	NOADVISOR	1	2,255	3	3,384	4	7
	OWNOTMAN	0,0442	0,9495	1	0,931	1	1
	NUMDIVID	0	0	1,5	2,023	3	12
Grupo 2	ROANETINC	-96,13	-3,97	1,305	-3,121	5,438	18,1
	MARKETCAP	212	94262	970141	6436169	3538274	280559441
	NODIRECMA	0	5	8	12,61	14,75	61
	NOCOMPIN	0	5	16,5	90,66	44,75	1215
	NOSHAREH	0	5	11	16,67	24,75	67
	NOSUBSID	0	1	5	11,17	15	122
	NOADVISOR	1	2,25	3	3,618	4,75	10
	OWNOTMAN	0,04	1	1	0,9614	1	1
	NUMDIVID	0	0	1	2,027	3,75	11

Fonte: Resultados da pesquisa.

Após a exclusão das variáveis que apresentaram elevada correlação (NoDirectMang, NoSubsid, OwnnotMan), o modelo que engloba na amostra as empresas de bens industriais e materiais básicos obteve um R quadrado de 0,08134, um R quadrado ajustado de 0,02392 e um erro residual padrão de 20,22, com 80 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 1,417 em 5 e 80 graus de liberdade, com um p-valor de 0,2272. Já o segundo modelo que engloba na amostra as empresas de consumo cíclico, consumo não cíclico e de tecnologia da obteve um R quadrado de 0,1423, um R quadrado ajustado de 0,1011 e um erro residual padrão de 17, com 104 graus de liberdade. O índice obtido para o

teste estatístico F foi de 3,452 em 5 e 104 graus de liberdade, com um p-valor de 0,006308. O modelo da Equação 16 representa as variáveis utilizadas para análise.

$$lm(\text{formula} = \text{ROENETINC} \sim \text{MARKETCAP} + \text{NOCOMPINGROUP} + \text{NOSHAREH} + \text{NOADVISOR} + \text{NUMDIVIDENDO}, \text{data} = \text{dados França}) \quad [16]$$

O modelo que utiliza a variável ROANETINC como variável dependente apresentou medianas positivas para os dois grupos, com os resíduos demonstrados na Tabela 29.

Tabela 29 – Resíduos do Brasil, com variável dependente ROANETINC, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
Grupo 1	-96,523	-4,799	5,113	8,589	40,917
Grupo 2	-84,251	-2,951	3,191	8,017	23,646

Fonte: Resultados da pesquisa.

Utilizando-se o software R para as análises estatísticas, por meio da variável dependente ROANETINC foram obtidos, para as variáveis utilizadas, os resultados mostrados na Tabela 30.

Tabela 30 - Resultados obtidos para Brasil, com variável dependente ROANETINC, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
Grupo 1	(Intercepto)	-7,210000	7,255e+00	-0,994000	0,323000	
	MARKETCAP	5,292e-07	6,452e-07	0,820000	0,415000	
	NOCOMPINGROUP	-5,227e-03	1,779e-02	-0,294000	0,770000	
	NOSHAREH	1,574e-01	1,672e01	0,882000	0,380000	
	NOADVISOR	-1,33e+00	1,752e+00	-0,624000	0,519000	
	NUMDIVIDENDO	1,261e+00	9,546e-01	1,321000	0,190000	
Grupo 2	(Intercepto)	-1,488e+01	4,663e+00	-3,191000	0,001870	**
	MARKETCAP	3,907e-08	6,524e-08	599,000000	0,550570	
	NOCOMPINGROUP	1,266e-02	8,702e03	1,145000	0,148550	
	NOSHAREH	2,804e-01	1,175e01	1,774000	0,078970	.
	NOADVISOR	1,010e+00	1,052e+00	0,961000	0,338830	
	NUMDIVIDENDO	1,592e+00	6,920e-01	2,301000	0,023410	*

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Observando-se os resultados apresentados pelo modelo gerado a partir do ROA com base na receita líquida (ROANETINC) para os grupos brasileiros, é possível verificar significância estatística bem menor do que na amostra das empresas francesas. No caso do Brasil, o grupo composto por empresas de bens industriais e materiais básicos não tem nenhuma variável com significância estatística para análise. Já no segundo grupo, a variável que representa o número de acionistas apresentou significância estatística, a 10% e a variável NumDividendos tem significância estatística a 5%, ambas apresentando correlação positiva com a variável dependente ROA. Cabe acrescentar a particularidade apresentada pela variável NoShareH entre empresas brasileiras e francesas do segundo grupo. Nas empresas brasileiras de consumo cíclico, não cíclico e de tecnologia da informação, a variável que representa o número de acionistas apresenta correlação positiva com a variável ROA, enquanto as empresas do mesmo grupo na França apresentam correlação negativa, com índice de valor expressivamente maior. Ainda comparando-se os resultados obtidos para empresas francesas e brasileiras, pode-se notar diferença significativa no valor obtido para a variável que representa o número de dividendos distribuídos pelas empresas, que foi maior nas francesas dos dois grupos do que na amostra das empresas brasileiras.

4.2 Qualidade da Informação Contábil

Para análise das variáveis relacionadas à qualidade da informação contábil foram utilizados dois modelos distintos, de relevância na literatura sobre o tema, já referenciados por renomados autores sobre o assunto. As amostras foram separadas para empresas brasileiras e francesas, assim como na análise feita para a governança corporativa, ficando compostas por 592 francesas e 222 brasileiras, com observações presentes para os anos de 2006 a 2015.

4.2.1 Modelo Dechow e Schrand (2004)

Para análise da persistência dos resultados das variáveis relacionadas à qualidade da informação contábil foi utilizado, inicialmente, o modelo de Dechow e Schrand (2004). Inicialmente, na Tabela 31 demonstram-se as estatísticas descritivas de França e Brasil.

Tabela 31 – Estatísticas descritivas França e Brasil

	Variável	Mínimo	1º Quartil	Mediana	Média	3º Quartil	Máximo
	Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
França	FCFt1	-105944600	-17	10927	439926	91140	74392000
	FCFt0	-105944600	-78	10393	398770	87872	74392000
	EBITDAt1	-1198000	3510	18309	482497	158233	45767567
	EBITDAt0	-1198000	3465	18017	478524	153536	45767567
	NETINct1	-9198000	332	5659	149062	41000	19403741
	NETINct0	-9198000	438	5582	149610	40865	19403741
	NOPATt1	-10512636	878	7846	186042	64200	15913126
	NOPATt0	-10512636	929	7572	187629	63209	15913126
	NETPROFITt1	-9198000	335	5660	150384	41001	19403741
	NETPROFITt0	-9198000	440	5590	150611	40950	19403741
Brasil	FCFt1	-6660538	-38882	10702	331538	251610	81482000
	FCFt0	-6660538	-37750	10179	317749	232758	81482000
	EBITDAt1	-3336406	0	0	676071	191595	73859000
	EBITDAt0	-1820585	0	0	660626	186804	64069000
	NETINCOMEt1	-14441607	0	0	95103	2852	22885000
	NETINCOMEt0	-6878915	0	0	118765	5584	22885000
	NOPATt1	-14613567	-234	25567	439982	225612	197192790
	NOPATt0	-14613567	-158	25589	466684	224422	197182790
	NETPROFITt1	-34836000	0	0	211971	52077	35189000
	NETPROFITt0	-21587000	0	0	251923	54498	35189000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Dentre os modelos de qualidade da informação, os modelos de *Free Cash Flow* foram os menos significativos, tanto para a França quanto para o Brasil. Nos modelos gerados para essa variável, o R quadrado ajustado para os dados da França foi 0,208, enquanto para os dados do Brasil esse índice foi ainda menor, apenas 0,04371. Os baixos valores observados nesse índice indicam que o modelo tem baixa capacidade explicativa das variáveis independentes em relação à dependente, conforme o esperado. Mazzioni e Klann (2016) apontam que, assim como neste estudo, o poder explicativo das abordagens com empresas localizadas em países com ambiente legal mais robusto (França) se mostrou mais elevado que o de empresas localizadas em países com ambiente legal mais fraco (Brasil).

No caso do modelo de persistência proposto por Dechow e Schrand (2004), a variável avaliada no momento imediatamente anterior, aqui associada ao tempo zero (t0), é utilizada como indicadora da própria variável no momento subsequente (t1). A amostra das empresas

francesas obteve um R quadrado de 0,2082, um R quadrado ajustado de 0,0208 e um erro residual padrão de 3.368.000, com 3.709 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 975,1 em 1 e 3.709 graus de liberdade com um p-valor de 2,2e-16. Já a amostra das empresas brasileiras utilizando-se a variável *Free Cash Flow* como variável dependente obteve um R quadrado de 0,04407, um R quadrado ajustado de 0,04371 e um erro residual padrão de 4.121.000, com 2.617 graus de liberdade. O índice obtido para o teste estatístico F foi de 120,7 em 1 e 2.617 graus de liberdade, com um p-valor de 2,2e-16. No caso do modelo que utiliza como variável o *Free Cash Flow*, os dados franceses apresentaram maior adequação, tanto tendo em vista o R quadrado ajustado quanto o coeficiente apurado para a variável independente, como pode ser observado na Tabela 32. O modelo na Equação 17 representa as variáveis utilizadas para análise.

$$lm(\text{fórmula} = FCFt1 \sim FCFt0, \text{data} = \text{dadosPaís}) \quad [17]$$

Tabela 32 – Resíduos da França e do Brasil, para a variável *Free Cash Flow*

	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
França	-108699064	-259664	-251224	-201633	57373158
Brasil	-73028508	-360389	-320472	-65392	80556624

Fonte: Resultados da pesquisa.

Tabela 33 – Resultados da França e Brasil, para a variável *Free Cash Flow*

	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
França	Intercepto	2,568e+05	5,560e+04	4,618	4,00e-06	***
	FCFt0	4,689e-01	1,501e-02	31,227	<2e-16	***
Brasil	Intercepto	3,349e+05	8,078e+04	4,146	3,49e-05	***
	FCFt0	2,163e-01	1,969e-02	10,985	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Tendo em vista o fato de o *Free Cash Flow* ser o *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) menos a mudança em *Net Working Assets* e *Fixed Assets*, deve-se avaliar a persistência do NOPAT para a compreensão efetiva do resultado dos modelos. Enquanto para a França pode-se observar relevância significativa tanto do R quadrado ajustado (0,7038) quanto do coeficiente da variável independente NOPAT no tempo zero (0,8204), o modelo gerado a partir dos dados brasileiros apresentou baixa relevância nos dois aspectos, 0,03368 de poder

explicativo do modelo 18 e 0,1834 de capacidade explicativa da variável independente. Diante disso, o modelo gerado a partir dos dados franceses, cujos resíduos são demonstrados na Tabela 29, aponta para o fato de que a falta de persistência do *Free Cash Flow* não estaria associada, necessariamente, à não persistência do NOPAT, mas sim das variações em *Net Working Assets* e *Fixed Assets*. Nesse sentido, é possível levantar a hipótese de que as oscilações nessas duas variáveis tenderiam a comprometer a capacidade de percepção de retorno das organizações francesas.

$$lm(\text{fórmula} = \text{NOPAT}t1 \sim \text{NOPAT}t0, \text{data} = \text{dadosPaís}) \quad [18]$$

Tabela 34 – Resíduos da França e Brasil para a variável NOPAT

	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
França	-8870088	-33951	-31566	-19402	9108680
Brasil	-36633232	-373539	-351068	-162573	196542969

Fonte: Resultados da pesquisa.

Já ao comparar o modelo gerado a partir da variável NOPAT dos dados brasileiros com os dados francesas, como demonstrado na Tabela 35, fica evidente que o comprometimento da persistência do *Free Cash Flow* se dá, em grande medida, em função do NOPAT. Enquanto o modelo gerado a partir do *Free Cash Flow* apresentou coeficiente explicativo de 21,63 e R quadrado ordinário de 0,04, o modelo gerado a partir do NOPAT apresentou valores de 0,1834 e 0,03368, respectivamente. Nesse sentido, a falta de persistência do NOPAT das empresas brasileiras aponta para a elevada variabilidade anual dos lucros operacionais líquidos, dificultando a análise assertiva daqueles interessados na avaliação dessas empresas.

Tabela 35 – Resultados da França e Brasil para a variável NOPAT

	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
França	Intercepto	3,332e+04	8,370e+03	3,981	7,00e-05	***
	NOPATt0	8,204e-01	8,736e-03	93,901	<2e-16	***
Brasil	Intercepto	3,732e+05	8,454e+04	34,415	1,05E-05	***
	NOPATt0	1,834e-01	1,910e-02	9,605	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Nos modelos gerados a partir do lucro líquido, como descrito na Equação 21, puderam ser observados alguns dos modelos mais significativos, tanto do ponto de vista da capacidade explicativa, R quadrado ajustado de 0,7307 para as empresas francesas e 0,64487 para as empresas brasileiras, quanto do coeficiente explicativo da variável independente, 0,8359 para as francesas e 0,8559 para as brasileiras. A amostra francesa obteve um resultado de 1,007e+04 para o teste estatístico F, enquanto a amostra brasileira obteve um resultado de 4.836. Como demonstrado na Tabela 31, observa-se a mediana negativa da variável Lucro Líquido em ambas as amostras pesquisadas. A elevada persistência dos dados referentes ao lucro líquido pode ser esperada em organizações com perfis maduros e nas quais as mudanças no mercado não sejam tão abruptas. Isso se dá pelo fato de o lucro líquido ser uma das linhas de resultado mais limpas de interferências operacionais e de gestão.

$$lm(\text{fórmula} = NETPROFITt1 \sim NETPROFITt0, \text{data} = \text{dadosPaís}) \quad [21]$$

Tabela 36 – Resíduos da França e Brasil para a variável NETPROFIT

	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
França	-10514035	-26706	-24318	-15138	10099695
Brasil	-41762426	-1752	-1752	-1752	14563249

Fonte: Resultados da pesquisa.

Analisando-se os dados brasileiros, fica claro que, apesar do elevado coeficiente explicativo da variável explicativa NETPROFITt0, (0,8559), o R quadrado ajustado é ligeiramente inferior ao observado no modelo gerado a partir dos dados das empresas francesas. Uma das possíveis explicações para isso poderia estar associada à própria natureza do mercado em si. Enquanto as organizações francesas gozam de uma economia associada a um bloco econômico de grande estabilidade (União Europeia), as organizações brasileiras atravessam sucessivos desafios, tanto do ponto de vista político quanto econômico. O reduzido R quadrático ordinário aponta para duas possibilidades que não são mutuamente exclusivas. A primeira estaria associada à baixa persistência da maioria das empresas avaliadas, enquanto a segunda apontaria um número significativo de organizações com elevadas variabilidades nessa variável.

Tabela 37 – Resultados da França e Brasil, para a variável NETPROFIT

	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
	Intercepto	2,548e+04	7,618e+03	3,344	0,000833	***
França	Netprofit0	8,359e-01	8,330e-03	100,341	<2e-16	***
	Intercepto	1,752e+03	2,358e+04	0,074	0,941	
Brasil	Netprofit0	8,559e-01	1,231e-02	69,539	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

A variável receita líquida, por conter menores inferências de gestão, fornece modelos que, apesar de poder serem considerados como de elevada persistência para as empresas francesas, não apresentam R quadrado ajustado adequado para as brasileiras (0,4339). Observando-se tanto o coeficiente explicativo do momento imediatamente anterior 0,8337 e o R quadrado ajustado de 0,7297 para as empresas francesas, observa-se uma persistência muito semelhante à observada no lucro líquido. Tendo em vista que este último é resultante da eliminação de interferências do primeiro, é possível apontar para a possibilidade de que, para as empresas francesas avaliadas, as despesas operacionais e financeiras apresentaram pouco impacto na persistência da receita líquida.

$$lm(\text{fórmula} = \text{NETINCOMEt1} \sim \text{NETINCOMEt0}, \text{data} = \text{dadosPaís}) \quad [22]$$

Tabela 38 – Resíduos da França e Brasil, para a variável NETINCOME

	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
França	-10510557	-26486	-24138	-14964	10080190
Brasil	-1261024	-13922	-13922	-13508	13735590

Fonte: Resultados da pesquisa.

Tabela 39 – Resultados da França e Brasil, para a variável NETINCOME

	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
	Intercepto	2,53e+04	7,60e+03	3,329	0,00088	***
França	NETINCOME	8,337e-01	8,33e-03	100,085	<2e-16	***
	Intercepto	1,391e+04	1,368e+04	1,017	0,309	
Brasil	NETINCOME	7,277e-01	1,624e-02	44,807	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Em contrapartida, avaliando-se as empresas brasileiras, é possível observar que, diferentemente dos resultados apurados a partir do lucro líquido, as interferências das despesas operacionais e financeiras geraram grande impacto no modelo gerado a partir da receita líquida. Nesse sentido, o baixo R quadrado ajustado indica o elevado número de observações que não se comportam de acordo com os coeficientes levantados no modelo. Apesar dos níveis adequados de significância estatística, o modelo gerado a partir da receita líquida, que teve como base os dados das empresas brasileiras, se evidenciou como um dos que têm o menor poder explicativo.

Conforme poderia ser esperado, tendo em vista a teoria subjacente, os modelos gerados a partir do *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization* (EBITDA) foram os mais significativos dentre todas as variáveis avaliadas, tanto para os dados de empresas francesas quanto brasileiras. Como demonstrado na Tabela 40, as observações analisadas para a variável EBITDA apresentam alta dispersão, assim como outras variáveis já analisadas pelo presente modelo. O elevado coeficiente explicativo do momento imediatamente anterior (0,9732), acompanhado do maior R quadrado ordinário (0,9655), condiz com o fato de a variável EBITDA ser o lucro recomposto pela remuneração do capital de terceiros, dos impostos e despesas não caixa (depreciação e amortização). Nesse sentido, trata-se de uma etapa além do *Net Profit*, evidenciando elevada persistência para a grande maioria das observações incluídas no modelo demonstrado pela Equação 23.

$$lm(\text{fórmula} = \text{EBITDA}_{t1} \sim \text{EBITDA}_{t0}, \text{data} = \text{dadosPaís}) \quad [23]$$

Tabela 40 – Resíduos da França e Brasil, para a variável EBITDA

	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
França	-8492685	-21561	-18905	-8650	7897591
Brasil	-17356775	-28799	-28799	-28799	14399423

Fonte: Resultados da pesquisa.

Da mesma forma que nas empresas francesas incluídas no modelo cuja variável explicativa é o EBITDA, o modelo gerado a partir dessa mesma variável para os dados das empresas brasileiras apresenta elevados coeficiente explicativo e R quadrado ajustado, 1,021 e 0,9546, respectivamente, como demonstrado na Tabela 41. Tendo em vista essa evidência, é relevante ressaltar o fato de que, apesar de o modelo para as empresas brasileiras com base na receita

líquida, no *Free Cash Flow* e no NOPAT ter apresentado baixa persistência dessas variáveis, a progressiva limpeza das variáveis intermediárias que influenciam as diversas linhas de resultado da DRE resulta em modelos superiores a cada variável retirada do resultado. É importante levar em consideração, então, o fato de que, apesar de as linhas de resultado mais bruto apresentarem no Brasil menor persistência, as variáveis mais líquidas evidenciam um efeito de suavização das oscilações. É válido ressaltar também a proximidade dos valores dos índices obtidos pela amostra francesa e brasileira para este modelo que utiliza a variável EBITDA como dependente.

Tabela 41 – Resultados da França e Brasil, para a variável EBITDA

	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
	Intercepto	1,99e+04	7,42e+03	2,686	0,00725	**
França	EBITDA	9,732e-01	3,019e-03	322,322	<2e-16	***
	Intercepto	2,88e+04	1,72e+04	1,675	0,094	
Brasil	EBITDA	1,021e+00	4,354e-03	234,578	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

4.2.2 Modelo Dechow e Schrand (2004) por setores

Além da análise realizada pela aplicação do modelo de Dechow e Shrand (2004) para todas as empresas constantes da amostra para Brasil e para França, optou-se, nesta sessão, pelo agrupamento das empresas de acordo com setores da economia. Pondera-se que o critério da separação vai da preferência do pesquisador, a fim de formar dois grupos que tenham um número homogêneo de empresas. Portanto, as análises feitas na sequência desta sessão contarão com dois grupos. O primeiro grupo de empresas da França apresenta 514 empresas de bens industriais e 350 de materiais básicos, perfazendo um total de 814 empresas. No segundo grupo, a amostra da França englobou 466 empresas de consumo cíclico, 307 de consumo não cíclico e 280 de tecnologia da informação, somando o total de 1.053 empresas. Na Tabela 42 apresentam-se as estatísticas descritivas para os dois setores da França.

Tabela 42 – Estatísticas descritivas da França, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

	Variável	Mínimo	1º Quartil	Mediana	Média	3º Quartil	Máximo
	Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
	FCFt1	-7637174	2170	36727	34720	253046	14718592
	FCFt0	-10697000	1824	37585	320290	241333	14718592
	EBITDAt1	-461000	12181	58926	423386	351304	5452000
	EBITDAt0	-78328	11715	56266	410303	332400	5452000
Grupo 1	NETINCOMEt1	-1930000	2773	16724	141345	128438	3317834
	NETINCOMEt0	-2808128	2746	15842	131538	123478	3317834
	NOPATt1	-4033545	4899	25449	184524	163714	2398548
	NOPATt0	-4033545	4899	24978	181955	162899	2398548
	NETPROFITt1	-1930000	2773	16724	141345	128438	3317834
	NETPROFITt0	-2808128	2746	15842	131538	123478	3317834
	Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
	FCFt1	-13032000	1591	25082	324979	185551	27538000
	FCFt0	-13032000	1138	22958	290216	156560	27538000
	EBITDAt1	-145876	10028	44883	333610	263000	9123000
	EBITDAt0	-99268	9356	43318	329810	256788	9123000
Grupo 2	NETINCOMEt1	-2121000	1471	13325	103321	79363	4744000
	NETINCOMEt0	-923594	1452	12937	106918	73760	4744000
	NOPATt1	-5344254	2771	18459	140776	108343	5162864
	NOPATt0	-5344254	2450	17461	141267	100961	5162864
	NETPROFITt1	-2121000	1471	13325	103321	79363	4744000
	NETPROFITt0	-923594	1452	12937	106918	73760	4744000

Fonte: Resultados da pesquisa.

A mesma segmentação foi realizada para as empresas da amostra brasileira, a fim de comparar os grupos entre países. O primeiro grupo de empresas do Brasil apresenta 331 empresas de bens industriais e 241 de materiais básicos, perfazendo um total de 572. No segundo grupo, a amostra brasileira englobou 332 empresas de consumo cíclico, 448 de consumo não cíclico e 32 de tecnologia da informação, num total de 814 empresas. Na Tabela 43 apresentam-se as estatísticas descritivas para os dois setores do Brasil.

Tabela 43 – Estatísticas descritivas do Brasil, para Grupo 1 (bens industriais e materiais básicos) e Grupo 2 (consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação)

	Variável	Mínimo	1º Quartil	Mediana	Média	3º Quartil	Máximo
Grupo 1	Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
	FCFt1	-26538014	-75686	23615	434653	172006	81482000
	FCFt0	-26538014	-85256	18124	363930	132706	81482000
	EBITDAt1	-2476513	0	0	493182	140532	34234000
	EBITDAt0	-1820585	0	0	506341	143021	34234000
	NETINCOMEt1	-12129000	0	0	169205	18640	22885000
	NETINCOMEt0	-587460	0	0	212267	21680	22885000
	NOPATt1	-14613567	23	35922	303546	164969	24344156
	NOPATt0	-14613567	453	33867	352501	165401	24344156
	NETPROFITt1	-12129000	0	0	189196	57287	22885000
	NETPROFITt0	-2177106	0	0	244255	59026	22885000
Grupo 2	Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
	FCFt1	-49665973	-20257	95852	479682	637325	33985141
	FCFt0	-49665973	-11864	98640	454629	645326	33985141
	EBITDAt1	-3336406	0	90507	932743	923193	21853118
	EBITDAt0	-609666	0	90878	874257	819352	18259189
	NETINCOMEt1	-14441607	0	0	144925	79359	6136497
	NETINCOMEt0	-6878915	0	0	184836	89755	6136497
	NOPATt1	-12210340	13495	127475	520044	483579	14522191
	NOPATt0	-12210340	13841	117887	488059	467798	13520048
	NETPROFITt1	-1441607	0	0	283165	295754	12423771
	NETPROFITt0	-6878915	0	2673	197878	299391	12065512

Fonte: Resultados da pesquisa.

O primeiro modelo analisado por setor, utilizando-se a variável *Free Cash Flow* obteve o R quadrado ajustado para a amostra do grupo 1 da França de 0,1113, enquanto para os dados do segundo grupo, o R quadrado ajustado foi de 0,2111. Já na amostra constituída por empresas do Brasil esse índice foi ainda menor, sendo de apenas 0,06591 para as empresas do grupo 1 e de -0,001048 para as empresas do grupo 2. Os baixos valores observados nesse índice indicam que o modelo tem baixa capacidade explicativa das variáveis independentes em relação à dependente, conforme resíduos apresentados na Tabela 44.

Tabela 44 – Resíduos da França e do Brasil, para a variável *Free Cash Flow*

	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
França					
Grupo 1	-7564428	-238688	-213840	-70915	15335045

Grupo 2	-13562257	-197026	-180375	-88016	20717041
Brasil					
Grupo 1	-28928635	-428713	-344195	-208871	80342865
Grupo 2	-36447095	-606176	-487584	60999	33421008

Fonte: Resultados da pesquisa.

Pode-se observar, na Tabela 45, o alto índice de significância estatística da variável analisada nos dois grupos da França. Nota-se, porém, que os grupos brasileiros não apresentam o mesmo comportamento estatístico das variáveis.

Tabela 45 – Resultados da França e Brasil, para a variável *Free Cash Flow*

França	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
Grupo 1	Intercepto	2,365e+05	4,667e+04	5,068	4,91e-07	***
	FCFt0	3,500e-01	3,359e-02	10,421	2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	1,939e+05	4,446e+04	4,36	1,43e-05	***
	FCFt0	4,571e-01	2,724e-02	16,78	<2e-16	***
Brasil						
Grupo 1	Intercepto	3,712e+05	2,003e+05	1,853	6,44E-02	.
	FCFt0	2,813e-01	4,495e-02	6,259	7,91e-10	***
Grupo 2	Intercepto	5,989e+05	1,415e+05	4,232	2,6e-05	***
	FCFt0	-1,519e-02	3,494e-02	-0,435	0,664	

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

O segundo modelo utiliza a variável resposta EBITDA. A amostra do primeiro grupo de empresas da França obteve o R quadrado ajustado de 0,9321, enquanto para os dados do segundo grupo o R quadrado ajustado foi de 0,9114. Já na amostra constituída por empresas do Brasil esse índice foi de 0,7611, para o primeiro grupo de empresas e 0,8412, para as empresas do grupo 2. Este é um dos modelos mais significativos nesta comparação setorial das amostras. Na Tabela 46 são demonstrados os resíduos da França e do Brasil para a variável EBITDA.

Tabela 46 – Resíduos da França e do Brasil, para a variável EBITDA

França	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
Grupo 1	-2281585	-22137	-15746	3642	2473892

Grupo 2	-13562257	-197026	-180375	-88016	20177041
Brasil					
Grupo 1	-12346760	-67568	-67568	-56160	15853620
Grupo 2	-9387778	-79592	-79592	-4241	4903852

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados obtidos pela variável EBITDA mostram-se bastante significativos para os grupos 1 e 2 do Brasil e da França. Como pode ser observado na Tabela 47, a variável apresentou significância estatística a 0,1% para todos os grupos analisados, e o R quadrado ajustado de alto valor obtido demonstra o alto valor explicativo desta variável no modelo analisado. Esse elevado nível de significância pode estar associado à remoção das influências relacionadas às contas que não caixa do resultado do exercício. De forma geral, os valores obtidos como resposta para a variável analisada ficaram bem próximos entre os grupos de empresas dos países analisados. Observa-se que as empresas francesas do grupo 2 possuem o maior índice para a variável EBITDA, seguidas das empresas brasileiras do grupo 2. Logo, pode-se concluir que as empresas de consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação apresentam maiores índices da variável analisada em ambos os países do que o grupo composto por empresas de bens industriais e materiais básicos. Não é possível, no entanto, inferir que as empresas de consumo cíclico, não cíclico e de tecnologia da informação tenham maior capacidade de geração de caixa do que as empresas de bens industriais e matérias básicos, já que o EBITDA também pode incorporar itens não relacionados ao resultado operacional.

O maior valor obtido pela variável nos grupos 2 pode ser resultado de equivalência patrimonial ou devido a lucros ou prejuízos de empresas controladas ou coligadas. Contudo, como salienta King (2001), o EBITDA somente é utilizado por empresas que tiveram o lucro líquido menor que o esperado e que estão tentando disfarçar notícias ruins. Uma vez que lucro não representa dinheiro, mas a diferença entre receita e despesas, é possível que uma empresa em fase de crescimento, por exemplo, não gere em suas atividades operacionais caixa suficiente para suportar o crescimento, apresentando EBITDA alto, mas consumido recursos nas suas operações. Ainda segundo King (2001), o EBITDA não é uma medida adequada para empresas que têm ativos de vida curta ou que sofrem muito com as mudanças tecnológicas.

Tabela 47 – Resultados da França e Brasil, para a variável EBITDA

França	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
Grupo 1	Intercepto	1,867e+04	8,705e+03	2,145	0,0322	*
	EBITDA _{t0}	9,912e-01	9,129e-03	108,577	<2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	2,271e+04	8,386e+03	2,708	0,00688	**
	EBITDA _{t0}	9,439e-01	9,087e-03	103,878	<2e-16	***
Brasil						
Grupo 1	Intercepto	6,757e+04	5,520e+04	1,224	0,222	
	EBITDA _{t0}	8,765e-01	2,110e-02	41,53	<2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	7,959e+04	3,246e+04	2,451	0,0145	*
	EBITDA _{t0}	9,918e-01	1,548e-02	64,091	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Analisando-se os resultados obtidos para a variável NETINCOME observa-se que a amostra do primeiro grupo de empresas da França obteve o R quadrado ajustado de 0,377, enquanto para os dados do segundo grupo o R quadrado ajustado foi de 0,4492. Já na amostra constituída por empresas do Brasil esse índice foi de 0,4982 para o primeiro grupo de empresas e 0,3136 para as empresas do grupo 2. Na Tabela 48 são demonstrados os resíduos da França e do Brasil para esta variável.

Tabela 48 – Resíduos da França e do Brasil, para a variável NETINCOME

França	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
Grupo 1	-2100404	-59087	-53092	-11808	3386666
Grupo 2	-2723452	-31794	-27112	-5962	3757382
Brasil					
Grupo 1	-12640377	-19602	-19602	-12314	13618585
Grupo 2	-12309591	-19156	-19156	8427	5018810

Fonte: Resultados da pesquisa.

Como pode ser observado na Tabela 49, a variável NETINCOME apresentou resultados consistentes e de alta significância estatística (nível de 0,1%) para todos os grupos analisados. As empresas brasileiras apresentam índices maiores em ambos os grupos e, quando comparados individualmente, pode-se inferir que o grupo que engloba as empresas brasileiras de bens industriais e materiais básicos apresenta o maior coeficiente (0,7485) de todos os grupos. Já as empresas francesas do grupo constituído por empresas de bens industriais e materiais básicos apresentaram o menor coeficiente (0,6283), quando compradas às dos

demais grupos estudados. Segundo Hendriksen e Van Breda (1999), a análise da receita líquida é fundamental, pois trata-se da medida frequentemente utilizada por investidores e credores para avaliar a capacidade de geração de resultados, prever lucros futuros e analisar o risco de investimentos. Silva, Macedo e Marques (2012) analisaram a relevância do LL e EBITDA no setor elétrico brasileiro para o período de 2005 a 2007 de forma isolada e de forma combinada com o valor contábil do patrimônio líquido (PL), buscando identificar se tais variáveis apresentam poder explicativo quanto ao comportamento das ações, e observaram que o LL, tanto de forma isolada quanto de forma combinada com o PL, é mais relevante, ou explicativo, que as demais medidas. Prazeres *et al.* (2015), ao analisarem empresas siderúrgicas do Brasil entre os anos de 2008 a 2012, observaram que o LL e o EBITDA são relacionados ao preço das ações de forma isolada. Ambas as variáveis demonstram relações estatísticas significantes a 5% e 1%, respectivamente, sendo estas relações positivas, e observando o EBITDA como mais relevante por apresentar um maior coeficiente de determinação.

Tabela 49 – Resultados da França e Brasil, para a variável NETINCOME

França	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
Grupo 1	Intercepto	5,935e+04	1,143e+04	5,191	2,62e-07	***
	NETINCOMt0	6,283e-01	2,753e-02	22,820	<2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	3,174e04	8,693e+03	3,651	0,000274	***
	NETINCOMt0	6,706e-01	2,292e-02	29,265	<2e-16	***
Brasil						
Grupo 1	Intercepto	1,960e+04	4,788e+04	0,409	0,682	
	NETINCOMEt0	7,485e-01	3,227e-02	23,198	<2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	1,916e+04	2,899e+04	0,661	0,509	
	NETINCOMEt0	7,097e-01	3,766e-02	18,845	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Tabela 50 – Resíduos da França e do Brasil, para a variável NOPAT

França	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
Grupo 1	-3861989	-47272	-40736	-6781	3706349
Grupo 2	-7905194	-53964	-46680	-9856	3937255
Brasil					
Grupo 1	-147367727	-107576	-85285	-10169	14415381
Grupo 2	-12228466	-215696	-169175	30100	10025589

Fonte: Resultados da pesquisa.

Já na análise da variável NOPAT observa-se que a amostra do primeiro grupo de empresas da França obteve o R quadrado ajustado de 0,5521, enquanto para os dados do segundo grupo o R quadrado ajustado foi de 0,3842. Já na amostra constituída por empresas do Brasil esse índice foi de 0,3846 para o primeiro grupo de empresas e 0,3508 para as empresas do grupo 2. Na Tabela 50 são demonstrados os resíduos da França e do Brasil para esta variável que, pelos valores de R quadrados ajustados apresentados, contribuem nesta pesquisa com capacidade explicativa relevante do modelo.

Na Tabela 51 demonstram-se os resultados obtidos pela variável *Net Operatin Profit After Taxes* para Brasil e França. Na análise desta tabela pode-se observar alta significância estatística obtida para todas as variáveis, ao índice de 0,1%. Observa-se também a distinção do comportamento dos coeficientes obtidos quando comparados país a país. O grupo de empresas francesas que engloba os setores de bens industriais e materiais básicos apresentou um índice (0,756) significativamente maior que o mesmo grupo de empresas brasileiras (0,9944). Observa-se também que, quando comparado ao grupo de empresas francesas de consumo cíclico, não cíclico e de tecnologia da informação, o coeficiente do grupo 1 também foi superior. Por outro lado, o grupo 2 de empresas brasileiras apresentou um coeficiente (0,635) maior que o mesmo grupo de empresas francesas, e também superior ao grupo 1 de empresas brasileiras (0,5944). Kumar e Shama (2011) confirmam a relação de significância da variável NOPAT para análise do desempenho das empresas em seu artigo que analisa as observações relativas a 608 empresas indianas de manufaturas, no período de 2000 a 2007. Da mesma maneira, Kim (2006), analisando empresas do setor de *hospitality*, nos EUA, encontrou que o NOPAT tem maior poder explicativo sobre o valor de mercado das companhias do que o EVA® e que este, quando analisado com os demais indicadores, acrescenta poder explicativo ao modelo utilizado com todos os indicadores tradicionais. Assim como Macedo e Costa (2016), observou-se o grande poder explicativo da variável NOPAT para o desempenho da empresa.

Tabela 51 – Resultados da França e Brasil, para a variável NOPAT

França	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)
Grupo 1	Intercepto	4,775e+04	1,095e+04	4,361	1,45e-05 ***
	NOPATt0	7,564e-01	2,324e-02	32,555	<2e-16 ***

Grupo 2	Intercepto	5,475e+04	1,158e+04	4,726	2,6e-06	***
	NOPATt0	6,101e-01	2,383e-02	25,602	<2e-16	***
Brasil						
Grupo 1	Intercepto	1,049e+05	6,369e+04	1,647	0,1	
	NOPATt0	5,944e-01	3,228e-02	18,413	<2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	2,156e+05	4,247e+04	5,076	4,82e-07	***
	NOPATt0	6,350e-01	3,099e-02	20,49	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

Signif. codes: 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Finalmente, para a última variável do modelo Lucro Líquido, observa-se que a amostra do primeiro grupo de empresas da França obteve o R quadrado ajustado de 0,377, enquanto, para os dados do segundo grupo, o R quadrado ajustado foi de 0,4492. Já na amostra constituída por empresas do Brasil esse índice foi de 0,486 para o primeiro grupo de empresas e 0,5448 para as empresas do grupo 2. Na Tabela 52 são demonstrados os resíduos da França e do Brasil para esta variável, que apresenta valores de R quadrados ajustados próximos aos valores obtidos pela variável Receita Líquida, com menor poder explicativo para o modelo proposto.

A pesquisa de Strong e Walker (1989), investigou “o lucro contábil e sua importância para investidores”. Os autores concluíram que R quadrado ajustado é uma medida que pode auxiliar na descoberta do grau de utilidade do lucro contábil e na previsibilidade da variação dos retornos; diagnosticaram também que o grau de utilidade do lucro é modesto e explica apenas 5% da variação sofrida na taxa de retorno. Eles salientam que o fraco poder de explicação das variáveis justifica-se em função das práticas de contabilidade adotadas.

Tabela 52 – Resíduos da França e do Brasil, para a variável NETPROFIT

França	Mínimo	1° Quartil	Mediana	3° Quartil	Máximo
Grupo 1	-2100404	-59087	-53092	-11808	3386666
Grupo 2	-2723452	-31794	-27112	-5962	3757382
Brasil					
Grupo 1	-12632465	-12736	-12736	-9515	13633965
Grupo 2	-11748947	-12226	-12226	50353	4742978

Fonte: Resultados da pesquisa.

Como demonstrado na Tabela 53, a variável pesquisa obteve altos índices de significância estatística, a 0,1%, para todos os grupos. Na França, o grupo de empresas que contém as empresas de bens industriais e materiais básicos obteve um coeficiente menor que o segundo grupo em análise. E, quando comparado ao grupo do Brasil, os dois grupos franceses obtiveram resultados inferiores. No Brasil, o grupo de empresas de consumo cíclico, não cíclico e de tecnologia da informação obteve um coeficiente maior que o outro grupo brasileiro, e o maior coeficiente dentre todos os grupos (brasileiros ou franceses) da amostra analisada. No contexto do mercado de capitais brasileiro, Lopes (2001 e 2002), ao investigar a relação entre lucro e preços das ações, constatou que os lucros e os dividendos oferecem evidências de superioridade informacional, quando comparados com fluxo de caixa. Os resultados de Lopes são consistentes com as pesquisas de Ball *et al.* (2001) e Ball e Shivakumar (2001).

Tabela 53 – Resultados da França e Brasil, para a variável NETPROFIT

França	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
Grupo 1	Intercepto	5,935e+04	1,143e+04	5,191	2,62e-07	***
	NETPROFITt0	6,283e-01	2,753e-02	22,820	<2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	3,174e+04	8,69E+03	3,651	0,000274	***
	NETPROFITt0	6,706e-01	2,292e-02	29,265	<2e-16	***
Brasil						
Grupo 1	Intercepto	1,274e+04	4,946e+04	0,257	0,797	
	NETPROFITt0	7,469e-01	3,299e-02	22,64	<2e-16	***
Grupo 2	Intercepto	1,223e+04	2,997e+04	0,408	0,683	
	NETPROFITt0	8,924e-01	2,929e-02	30,471	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

4.2.3 Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)

Como exposto anteriormente, os números contábeis podem ser gerenciados no intuito de afetar a avaliação do desempenho dos usuários externos. A literatura sobre o tema considera que os *accruals* discricionários seriam uma *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis. Uma das *proxies* de gerenciamento de resultados contábeis utilizadas neste trabalho foram os *accruals* discricionários (DAit) calculados pelo modelo Jones modificado (DECHOW;

SLOAN; SWEENEY, 1995, p. 199). A escolha dos modelos operacionais para a estimação dos *accruals* discricionários se deve ao fato de o modelo Jones modificado ser um dos mais utilizados nas pesquisas sobre o tema (PAULO, 2007).

Ao se avaliar as estatísticas descritivas demonstradas na Tabela 54 para França e Brasil, é possível observar elevada dispersão em todas as variáveis, resultando em médias substancialmente superiores às suas medianas, assim como terceiros quartis substancialmente inferiores aos seus máximos. A grande variabilidade das observações resulta, então, em um elemento complicador no estabelecimento de um modelo explicativo único para todas as observações.

Tabela 54 – Estatísticas descritivas da França e Brasil, para a variável *Accruals* Totais

	Variável	Mínimo	1° Q	Mediana	Média	3° Q	Máximo
	Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
França	AccrualsTot	-644000	19282	93017	2445352	633736	120654000
	TotalAssets	55	55346	221424	5005748	1590468	1278941000
	VarEBITDA	-140,8667	-0,1239	0,0716	1,1992	0,3575	1146
	VarNI	-1658,6	-0,2327	0,1472	1,01	1,1882	1770
	FixedAssets	0	15752	89975	3219556	920817	200745000
	Ano	2006	2008	2011	2010	2013	2015
Brasil	AccrualsTot	-5268165	19266	199744	2017445	1199256	122843000
	TotalAssets	1	213042	1211572	7435005	4551548	900135000
	VarEBITDA	-15,727	0	0	1,101	0	1027,273
	VarNI	-587,21	0	0	0,2116	0,0269	197,15
	FixedAssets	0	99352	609494	5302937	2842336	730554000

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme proposto por Martinez (2008), os *accruals* são decorrentes do processo discricionário do gestor de ajuste das informações contábeis. A discricionariedade está presente no contexto contábil, tendo em vista a necessidade de adequação das normas contábeis às realidades de cada setor e de cada empresa, considerando o objetivo de transmitir informação de qualidade aos investidores. Na composição da Equação 24, a variável RCCT é composta pela diferença entre a variação do EBITDA e a variação da receita líquida, enquanto a variável INVTOTASS representa o inverso do total de ativos.

$$\begin{aligned}
 INVTOTAIS < -\left(\frac{1}{\text{dadosPaís\$TotalAssets}}\right) > RCCT < -(\text{dadosPaís\$VarEBITDA} \\
 -\text{dadosPaís\$VarNI}) > \text{summary}(\text{AccrualsTotaisF} < \text{lm}(\text{AccrualsTotais} \sim \\
 INVTOTAIS + RCCT = \text{FixedAssets}, \text{data} = \text{dadosPaís} \quad [24]
 \end{aligned}$$

Por outro lado, a decisão dos gestores de produzir informações em desacordo com a realidade da empresa, com o objetivo de atingir resultados que não atendem aos objetivos dos investidores pode resultar em prejuízos não apenas para os investidores, mas para a segurança do mercado. Nesse sentido, o modelo da Equação 25 busca verificar a relação existente entre o volume de *accruals* em função da diferença entre a variação do EBITDA e a variação do lucro líquido, considerando que a diferença entre tais contas se dá, em grande parte, em função das contas de impostos, amortização e depreciação.

$$\begin{aligned}
 \text{lm}(\text{formula} = \text{AccrualsTotais} \sim \text{INVTOTAIS} + \text{RCCT} + \text{FixedAssets}, \text{data} \\
 = \text{dadosPaís} \quad [25]
 \end{aligned}$$

Tabela 55 – Resíduos da França e do Brasil para a variável *accruals* totais

	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
França	-50111929	-753297	-723743	-527698	78049779
Brasil	-60730790	-1150198	-1077441	-386746	81211001

Fonte: Resultados da pesquisa.

Apesar da fundamentação teórica, não foi encontrada evidência de que a diferença de variação do EBITDA e do lucro líquido não se provou significativa, quando avaliada em conjunto com a variável ativos fixos e pelo inverso do total de ativos. É necessário reforçar o fato de que o grande número de setores avaliados em conjunto pode ter resultado na dificuldade de obter um resultado significativo. É importante reforçar também o fato de que o p-valor encontrado para a variável foi 0,133. A relação com os *accruals*, no entanto, apresentou coeficiente negativo, contrário à expectativa apresentada pela teoria. Ao avaliar os dados brasileiros, observa-se grande variabilidade em todas as variáveis independentes. Apesar de negativamente correlacionado com o volume de *accruals*, assim como no modelo preparado para a França, o modelo brasileiro apresentou significância estatística substancialmente inferior quanto à diferença entre a variação do EBITDA e a variação do lucro líquido. Assim como o modelo para a França, significância foi encontrada apenas para a variável ativos fixos.

Tabela 56 – Resultados da França e do Brasil para a variável *accruals* totais

	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
França	Intercepto	765700	89750	8,532	<2e-16	***
	INVTOTAIS	-109300000	244900000	-0,777	0,437	
	RCCT	-2697	1793	-1,0504	0,133	
	Fixed Assets	0,5238	0,006417	81,62	<2e-16	***
Brasil	Intercepto	1148000	97910	11,728	<2e-16	***
	INVTOTAIS	-2008000	1637000	-1,227	0,22	
	RCCT	-801,1	3295	-0,243	0,808	
	Fixed Assets	0,1663	0,003233	51,441	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

4.2.4 Modelo Jones Modificado por setores (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)

As análises feitas na sequência desta sessão contam com dois grupos. O primeiro grupo, da França, apresenta 445 empresas de bens industriais e 287 de materiais básicos, perfazendo um total de 732. No segundo grupo, a amostra da França englobou 356 empresas de consumo cíclico, 273 de consumo não cíclico e 216 de tecnologia da informação, ficando com um total de 845 empresas. Já para a mostra de empresas brasileiras, o primeiro grupo de empresas apresenta 289 empresas de bens industriais e 197 de materiais básicos, perfazendo um total de 476. No segundo grupo, a amostra englobou 294 empresas de consumo cíclico, 388 de consumo não cíclico e 28 de tecnologia da informação, ficando com um total de 720 empresas. Na Tabela 57 apresentam-se as estatísticas descritivas para os dois setores da França e do Brasil.

Tabela 57 – Estatísticas descritivas da França e Brasil, para a variável *Accruals* Totais

	Variável	Mínimo	1° Q	Mediana	Média	3° Q	Máximo
França	Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
	AccrualsTot	-644000	65501	238466	2422561	1242900	5012400
	TotalAssets	1334	190247	695761	4755560	3527375	47534000
Grupo 1	VarEBITDA	-43,10187	-0,08946	0.06062	0,73951	0,27980	155,83333
	VarNI	-214,06522	-0,24752	0,09993	0,22133	0,79403	84,91304
	FixedAssets	0	69147	246852	3131340	1983233	29877000

		Ano	2006	2008	2010	2010	2013	2015
Grupo 2	AccrualsTot		-61297	54077	249349	2739782	1608917	69314000
	TotalAssets		8283	140889	568975	3817916	2767947	59533000
	VarEBITDA		-17,73884	-0,10737	0,06212	0,70107	0,25998	106,61017
	VarNI		-1658,6000	-0,2321	0,1018	-1,2762	0,7206	123,5833
	FixedAssets		440	56055	232250	2310333	1398638	45992000
	Brasil		Ano	2006	2008	2010	2010	2013
Grupo 1	AccrualsTot		-450687	82965	255463	1469956	980949	34268748
	TotalAssets		6568	477430	1108304	4852319	3747782	130620000
	VarEBITDA		-15,727	0,0000	0,0000	0,372	0,0000	108,703
	VarNI		-39,2415	0,0000	0,0000	0,2249	0,2308	24,3922
	FixedAssets		4739	220134	506316	3214725	1699458	108094000
			Ano	2006	2008	2010	2010	2013
Grupo 2	AccrualsTot		-5268165	156186	945949	3569835	3365969	89540014
	TotalAssets		24872	1043886	3319642	10584458	9947146	172195578
	VarEBITDA		-4,6098	0,0000	0,0000	1,4205	0,1653	827,8932
	VarNI		-587,2100	0,0000	0,0000	-0,4395	0,2062	57,0098
	FixedAssets							

Os resíduos apresentados na Tabela 58 demonstram alta dispersão dos dados analisados. Para o modelo analisado nesta sessão, o grupo 1 de empresas francesas constituído por empresas de materiais básicos e bens industriais obteve um R quadrado ajustado de 0,6446 e um coeficiente de 0,4897, para o mesmo grupo de empresas brasileiras. Já as empresas do grupo 2 da França, que contém as empresas de consumo cíclico, não cíclico e de tecnologia da informação, o R quadrado ajustado foi de 0,8929 e de 0,3367, para as empresas brasileiras. O alto índice obtido pelas empresas da amostra francesa determina o bom poder explicativo desta variável atribuído a este modelo. Ressalta-se neste modelo a dispersão inferior obtida pela amostra constituída por empresas brasileiras do grupo 1 (presença de valores negativos nas medianas brasileiras e no terceiro quartil da amostra).

Tabela 58 – Resíduos da França e do Brasil para a variável *accruals* totais

França	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
Grupo 1	-20978762	76803	199872	371422	27340972
Grupo 2	-13619202	-205207	-46605	66950	20800076
Brasil					

Grupo 1	-7779256	-791331	-654919	-90816	27012910
Grupo 2	-32472533	-1396917	-921483	169543	71200964

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados apresentados pela Tabela 59 referem-se aos dois grupos de empresas dos dois países analisados. Considerando-se o valor superior obtido pelo R quadrado ajustado das empresas que constituem a amostra dos grupos da França pode-se inferir maior poder explicativo das variáveis para este grupo. Observa-se alta significância estatística para a variável Ativos Fixos em todos os grupo (nível de significância estatística em 0,1%), cabendo salientar o coeficiente obtido pela variável mencionada nas empresas francesas de consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação, 366% maior que o coeficiente obtido pelas empresas brasileiras do mesmo grupo. Cabe destacar também o elevado valor do coeficiente da variável *fixed assets* (0,8283) para o grupo 2 de empresas francesas que compreendem empresas de bens industriais e materiais básicos, quase quatro vezes maior que as empresas brasileiras do mesmo grupo. Ressalta-se também neste modelo o comportamento da variável investimentos totais no grupo 1 de empresas francesas. Esta variável apresenta coeficiente positivo (1,339e+09) para as empresas francesas do grupo 1, oposto ao coeficiente negativo em todos os demais grupos analisados pelo modelo. Contudo, este índice obtido pela variável não captura a essência do comportamento do modelo, devido ao baixo nível de significância obtido pela variável nos grupos 1 e 2 de empresas francesas (0,773 e 0,669, respectivamente). Observa-se também, pelas estatísticas descritivas, grande dispersão dos dados da amostra brasileira e, por este motivo, ressalta-se a pouca significância estatística deste modelo para o grupo de empresas do Brasil. Pondera-se, no entanto, que apenas a amostra brasileira apresentou nível de significância razoável para a variável *fixed assets* (a 10%). Analisando-se os resultados obtidos por esta variável nos dois grupos de empresas brasileiras é possível verificar que as empresas brasileiras de consumo cíclico, consumo não cíclico e tecnologia da informação apresentam coeficiente cinco vezes maior que o coeficiente apresentado pelas empresas brasileiras de bens industriais e matérias básicos.

Tabela 59 – Resultados da França e do Brasil para a variável *accruals* totais

França	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)
	Intercepto	-1,784e+05	1,599e+05	-1,116	0,265
Grupo 1	INVTOTAIS	1,339e+09	4,651e+09	0,288	0,773
	RCCT	-2,456e+03	1,017e+04	-0,241	0,809
	Fixed Assets	8,283e-01	2,284e-02	36,268	<2e-16 ***

	Intercepto	1,025e+05	1,026e+05	0,999	0,318	
Grupo 2	INVTOTAIS	-2,139e+09	4,999e+09	-0,428	0,669	
	RCCT	-4,576e+01	1,470e+03	-0,031	0,975	
	Fixed Assets	1,149e+00	1,395e-02	82,404	<2e-06	***
Brasil						
	Intercepto	8,476e+05	1,287e+05	6,586	1,18e-10	***
Grupo 1	INVTOTAIS	-1,900e+10	1,114e+10	-1,706	0,0887	.
	RCCT	-1,537e+04	1,704e+04	-0,902	0,3678	
	Fixed Assets	2,120e-01	9,903e-03	21,407	<2e-16	***
	Intercepto	1,533e+06	3,105e+05	4,937	9,89e-07	***
Grupo 2	INVTOTAIS	-1,012e+11	5,658e+10	-1,788	0,0742	.
	RCCT	-1,219e+03	6,766e+03	-0,180	0,8570	
	Fixed Assets	3,135e-01	1,702e-0	18,417	<2e-16	***

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo, nesta dissertação, foi investigar a relação entre mecanismos de governança corporativa e qualidade da informação contábil com 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. Ressalta-se o objetivo específico proposto de discutir os resultados obtidos pela análise de dados com base na literatura existente, a fim de verificar se a relação encontrada aponta para o sentido proposto pela teoria e na análise a partir da classificação setorial das empresas componentes da amostra.

Como demonstrado na metodologia, a realização deste estudo ocorreu em duas vertentes. A primeira foi por meio 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. Para este propósito, este estudo contou com uma amostra de 592 empresas francesas e 222 empresas brasileiras, no ano de 2005. Já para a segunda vertente, cujo objetivo foi analisar a relação entre a qualidade da informação contábil e o desempenho das empresas, utilizou-se a abordagem de dados em painel para a amostra selecionada, aplicando-se os modelos propostos por Dechow e Schrand (2004) e Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) aos dados do horizonte temporal de 2006 a 2015. Nas Tabelas 60 e 61 apresenta-se o número de empresas estudadas.

Tabela 60 – Modelo Dechow e Schrand (2004)

Setor	França	Brasil	Total
Bens Industriais	160	48	208
Consumo Cíclico	128	49	177
Consumo não Cíclico	61	58	119
Materiais Básicos	99	38	137
Tecnologia da Informação	73	3	76
Total	521	196	717

Fonte: Resultados da pesquisa.

Tabela 61 – Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)

Setor	França	Brasil	Total
Bens Industriais	445	289	734
Consumo Cíclico	356	294	650
Consumo não Cíclico	273	388	661
Materiais Básicos	287	197	484
Tecnologia da Informação	216	28	244
Total	1577	1196	2773

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados obtidos para análise da relação entre governança corporativa e as *proxies* de desempenho elencadas, após tratamento de resíduos foram verificados com relação à normalidade via Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk (1965), autocorrelação por meio do teste de Durbin-Watson (1951) e com relação aos erros aleatórios (homocedasticidade) pelo Teste de Breusch-Pagan (1979). Os resultados obtidos pelas amostras utilizadas demonstraram, assim como em Alencar e Lopes (2005), Lameira, Ness Jr. e Soares (2005), Rogers (2006) e Rolim (2009), que as boas práticas de governança corporativa estão relacionadas ao melhor desempenho de empresas brasileiras e francesas e, após os ajustes necessários e eliminação de *outliers*, observaram-se diferenças para os coeficientes para o R quadrado ajustados para a amostra, como apontado na Tabela 62.

Tabela 62 – R quadrado ajustado

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Após a exclusão de variáveis que apresentaram elevada correlação, os resultados da pesquisa apresentam distinções peculiares para os coeficientes obtidos nas amostras analisadas. 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 das informações contábeis. De certa forma, grandes empresas apresentam maior capacidade para a elaboração de informações confiáveis, transmitindo, assim, maior

credibilidade ao mercado. Outra aspecto que pode ser notado (Tabela 63) 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 Amara (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.

Tabela 63 – ROANETINC – França e Brasil

	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
França	(Intercepto)	-10,315132	5,503966	-1,874	0,061473	.
	MARKETCAP	1,137335	0,418505	2,718	0,006795	**
	NODIRECMANG	-0,09334	0,087396	-1,045	0,296478	
	NOSHAREH	-0,175903	0,046869	-3,753	0,000194	***
	NOSUBSID	0,006829	0,009495	0,719	0,47233	
	NOADVISOR	0,767082	0,230352	3,33	0,00093	***
	OWNOTMAN	-7,75188	4,161215	-1,863	0,063042	.
	NUMDIVIDENDO	4,625293	0,838144	5,518	5,40E-08	***
Brasil	(Intercepto)	-12,851783	4,203836	-3,057	0,00256	**
	MARKETCAP	1,603034	0,259026	6,189	3,68E-09	***
	NODIRECMANG	-0,109872	0,046991	-2,338	0,02043	*
	NOSHAREH	-0,035885	0,033076	-1,085	0,27933	
	NOSUBSID	-0,016299	0,009775	-1,667	0,09709	.
	NOADVISOR	0,487656	0,586496	0,831	0,40676	
	OWNOTMAN	-6,376861	4,158895	-1,533	0,12687	
	NUMDIVIDENDO	0,419553	0,222244	1,888	0,06059	.

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Na Tabela 64 utiliza-se a variável resposta ROE com base na receita líquida e apresenta significância estatística para um número menor de variáveis. Para a França, as variáveis Markecap e Numdividendos apresentaram-se com significância estatística de 5% e 0,01%, respectivamente e, na amostra brasileira, apenas a variável Marketcap obteve significância estatística (a 0,1%). 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.

Tabela 64 – ROENETINC – França e Brasil

	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
	(Intercepto)	4,987	2,46e+00	2,028	0,044046	*
	MARKETCAP	2,93e-06	1,34e-06	2,184	0,030247	*
França	NODIRECMANG	-6,11e-02	6,63e-02	-0,922	0,357906	
	NOCOMPINGROUP	-5,64e-04	1,12e-03	-0,503	0,615719	
	NOSUBSID	4,79e-03	7,10e-03	0,675	0,500236	
	NOADVISOR	2,14e-01	2,55e-01	0,841	0,40158	
	NUMDIVIDENDO	3,14e+00	8,42e-01	3,735	0,000253	***
		(Intercepto)	3,79e+00	1,348e+00	2,809	0,00563
	MARKETCAP	2,91e-06	1,034e-06	2,812	0,00559	**
Brasil	NODIRECMANG	-7,18e-02	9,76e-02	-0,0736	0,463	
	NOCOMPINGRIOUP	4,73e-03	5,26e-03	0,9	0,36964	
	NOSUBSID	-3,65e-03	9,67e-03	-0,378	0,70602	

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Na Tabela 65, que tem como variável resposta o ROCE com base na receita líquida, observa-se significância estatística para duas variáveis na amostra francesa (MarketCap e NumDividendos) e duas variáveis para a amostra de empresas brasileiras (MarketCap e NumSubsidiárias). Para a França, a variável que se apresentou com significância estatística é

a que relaciona a quantidade de dividendos distribuídos ao ano, a 0,01%. Já no estudo de Bohren e Odegaard (2004) observou-se que a Governança Corporativa é relevante para o desempenho econômico. Sendo a estrutura de propriedade o fator mais importante, a concentração de propriedade destrói valor de mercado, a propriedade direta é superior a indireta e o desempenho diminui com o aumento do tamanho do conselho, a alavancagem, o pagamento de dividendos e a fração de ações sem direito a voto. Com relação à variável MarketCap, também significativa para França e Brasil (a 1% e 5%, respectivamente) os resultados apontam para a relação positiva entre o tamanho da empresa e o ROE, assim como em Alencar e Lopes (2005) que encontraram evidências do efeito tamanho sobre o retorno das empresas e constataram que a implementação de níveis diferenciados de governança corporativa não influenciou o custo de capital das mesmas.

Tabela 65 – ROCENETINC – França e Brasil

	Coeficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
França	(Intercepto)	5,17e+00	2,67e+00	1,941	0,0538	.
	MARKETCAP	2,11e-06	8,89e-07	2,375	0,0186	*
	NOCOMPINGROUP	-1,05e-03	7,38e-04	-1,416	0,1586	
	NOADVISOR	2,29e-01	1,73e-01	1,328	0,1859	
	OWNNOTMAN	-2,44e+00	2,32e+00	-1,052	0,2944	
	NUMDIVIDENDO	2,44e+00	5,49e-01	4,449	1,52E-05	***
Brasil	(Intercepto)	5,44e+00	1,53e+00	3,566	0,00466	***
	MARKETCAP	1,29e-06	4,41e-07	2,931	0,003824	**
	NOADVISOR	1,39e+00	9,48e-01	1,463	0,145332	
	NODIRECMANG	-1,08e-01	7,380e-02	-1,463	-0,145238	
	NOSUBSID	-1,50e-02	6,11e-03	-2,448	0,015363	*
	NUMDIVIDENDO	4,36e-01	2,87e-01	1,522	0,129823	

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Já o modelo que utiliza a variável ROIC como resposta obteve significância estatística apenas para a amostra francesa, nas variáveis MarketCap e NumDividendos (a 1% e 5%, respectivamente). O modelo aponta relação positiva entre o tamanho da empresa e o Retorno Sobre o Capital investido. A amostra brasileira não obteve variáveis significativas, assim como constatado por Ribeiro (2009) que encontrou a exceção da variável indicadora do acúmulo das funções de Presidente do Conselho e Diretor Presidente negativamente relacionada com o ROIC. Nenhuma das demais variáveis apresentou-se estatisticamente significativa, sugerindo que os mecanismos internos de GC possam se apresentar pouco

efetivos quando aplicados ao setor bancário.

Tabela 66 – ROICNETINC – França e Brasil

	Coefficientes	Estimado	Std. Error	t value	Pf(> t)	
França	(Intercepto)	1,81e+01	6,25e+00	2,896	0,00442	**
	MARKETCAP	2,40e-06	7,17e-07	3,343	0,00108	**
	NOCOMPINGROUP	-1,15e-03	1,15e-03	-1,044	0,31728	
	NOSHAREH	-3,04e-02	3,80e-02	-0,8	0,42511	
	NOADVISOR	-2,63e-01	3,02e-01	-0,873	0,38413	
	OWNNOTMAN	-7,83e+00	5,56e+00	-1,409	0,16129	
	NUMDIVIDENDO	2,41e+00	1,00e+00	2,41	0,0173	*
Brasil	(Intercepto)	1,55e+00	9,05e+00	0,171	0,864	
	MARKETCAP	4,04e-07	2,46e-07	1,644	0,105	
	NODIRECMANG	8,95e-02	7,94e-02	1,127	0,264	
	NOSUBSID	-8,70e-03	7,30e-03	-1,191	0,239	
	OWNNOTMAN	9,73e+00	9,40e+00	1,035	0,305	

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

O primeiro modelo de qualidade da informação contábil utilizado neste trabalho foi o Modelo de Dechow e Schrand (2004), que verifica a persistência da informação contábil como fonte para a predição dos resultados futuros da empresa e na forma com a qual sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros pode influenciar o valor de suas ações. Os lucros de alta qualidade fornecem informações sobre as características de desempenho de uma empresa que são relevantes para uma decisão dos usuários (Dechow *et al.* 2010). Analisando-se os coeficientes obtidos (demonstrados na Tabela 67) é possível inferir que os resultados encontrados corroboram com a pergunta de pesquisa, indicando que existe relação significativa entre a qualidade da informação contábil e o desempenho das empresas estudadas.

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. Collins, Maydew e Weiss (1997), ao investigarem as mudanças sistemáticas na relevância do lucro líquido, do fluxo de caixa operacional e do EBITDA, observaram que, quando tais medidas são combinadas, os valores contábeis apresentam ganhos em seu grau de informação, ou seja, se tornam mais relevantes e com maior poder explicativo, enquanto que quando tais medidas são analisadas isoladamente sua relevância decresce. Dentre as variáveis estudadas por este modelo, para a amostra utilizada é possível observar maior capacidade explicativa para a

variável EBITDA em ambos os países, com um coeficiente semelhantes para Brasil e França (0,9546 e 0,9655), respectivamente. Sobre essa variável é importante mencionar que, apesar da grande dispersão dos dados brasileiros (dispersão maior que na amostra francesa), esta variável apresenta poder explicativo no modelo analisado, e a amostra brasileira apresenta-se com um coeficiente maior que a amostra francesa (1,021 e 0,9732, respectivamente). Outra variável com significância estatística para as amostras dos dois países é a que avalia o lucro líquido das empresas, que apresentou R quadrado ajustado de 0,6487 para a amostra brasileira e 0,7307 para a amostra francesa. Os coeficientes obtidos para a amostra francesa foram similares aos da amostra brasileira (0,8359 e 0,8559, respectivamente) evidenciando uma persistência similar dos lucros das empresas francesas e das empresas brasileiras.

Este resultado foi consistente com os encontrados por Psaros e Trotman (2004), Ashbaugh e Pincus (2001), Yoon (2007), Barth, Landsman e Lang (2008), que evidenciaram que a implementação das normas internacionais leva as companhias a um aumento na qualidade de seus lucros, tornando-o uma medida de interesse para os investidores, uma vez que ele se torna um melhor preditor do valor das ações dessas companhias. Por sua vez, Silva, Macedo e Marques (2012) analisaram a relevância do LL, FCO e EBITDA no setor elétrico brasileiro, para o período de 2005 a 2007, de forma isolada e de forma combinada com o valor contábil do patrimônio líquido (PL), buscando identificar se tais variáveis apresentam poder explicativo quanto ao comportamento das ações. Estes autores observaram que o LL, tanto de forma isolada quando de forma combinada com o PL, é mais relevante, ou explicativo, que as demais medidas. Além desta variável, também é importante ressaltar a significância estatística apresentada pelas variáveis receita líquida e NOPAT para a amostra das empresas francesas (com R quadrado ajustado de 0,7297 e 0,7038, respectivamente). O coeficiente obtido pela amostra francesa é cerca de quatro vezes maior que o coeficiente obtido pela amostra brasileira (0,8204 e 0,1834). Por fim, a variável *free cash flow* mostrou-se com menor significância para os dados brasileiros e franceses.

Tabela 67 – R quadrado ajustado - Modelo Dechow e Shrand (2004) – França e Brasil

	França	Brasil
Free Cash Flow	0,208	0,04371
Ebitda	0,9655	0,9546
NetIncome	0,7297	0,4339
Nopat	0,7038	0,03368
NetProfit	0,7307	0,6487

Fonte: Resultados da pesquisa.

Já o segundo modelo analisado, o Modelo Jones Modificado, proposto por Dechow, Sloan e Sweeney, em 1995, visa verificar o gerenciamento das informações contábeis por meio dos *accruals* discricionários. Nesta pesquisa, a qualidade da informação contábil foi observada também por meio do gerenciamento de resultados, assim como ocorreu nos estudos de Coelho e Lopes (2007), Nardi *et al.* (2009), Formigoni *et al.* (2012), Silva *et al.* (2014), Mazzioni *et al.* (2015) e Moura *et al.* (2016). Estes estudos destacam que menor gerenciamento de resultados reflete em maior qualidade nas informações contábeis. Apesar da fundamentação teórica, não foi encontrada evidência de que a diferença de variação do EBITDA e do lucro líquido não se provou significativa, quando avaliada em conjunto com a variável ativos fixos e pelo inverso do total de ativos.

É necessário reforçar o fato de que o grande número de setores avaliados em conjunto pode ter resultado na dificuldade de obter um resultado significativo. É importante reforçar também o fato de que o p-valor encontrado para a variável foi de 0,133. A relação com os *accruals*, no entanto, apresentou coeficiente negativo, contrário à expectativa apresentada pela teoria. Ao avaliar os dados brasileiros, observa-se grande variabilidade em todas as variáveis independentes. Apesar de negativamente correlacionado com o volume de *accruals*, assim como no modelo preparado para a França, o modelo brasileiro apresentou significância estatística substancialmente inferior quanto à diferença entre a variação do EBITDA e a variação do lucro líquido. Assim como o modelo para a França, significância foi encontrada apenas para a variável ativos fixos.

Pode-se considerar que este trabalho contribui para a literatura existente sobre governança corporativa e qualidade da informação contábil, na medida em que apresenta resultados estatisticamente significativos e que corroboram dados da literatura sobre o tema. Para pesquisas futuras sugere-se a avaliação de outras amostras em períodos distintos, e com significado macroeconômico, como, por exemplo, avaliar resultados antes e pós-crise, ou antes e pós-Plano Real, aliando outros modelos e outras metodologias de análise que enriqueçam as informações e os resultados obtidos.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R. B.; HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. **Journal of Economic Literature**, v. 48, n. 1, p. 58-107, 2010.

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, p. 377-390, 1996.

AHMED, A. S. Accounting earnings and future economic rents: An empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 3, p. 377-400, 1994.

ALCHIAN A. A.; DEMSETZ H. Production, Information Costs and Economic Organization. **American Economic Review**. v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

ALMEIDA, J. E. F. de. Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos. 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

ALMEIDA, M. A. *et al.* Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907-924, 2010.

ALMEIDA, R. S. de. Governança corporativa: análise da composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. 2012. 69f. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Departamento de Administração, Rio de Janeiro-RJ, 2012.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In: **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. Atlas, 2006.

ANTUNES, G. A. *et al.* Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 3, n. 1, p. 109-138, 2010.

BACKES, Jorge André. Desenvolvimento de um modelo de avaliação de desempenho de unidades hoteleiras fundamentado em um indicador de valor econômico agregado. 2003.

BALL, R.; BROWN, S. An Empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, 1968.

BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of accounting and economics**, v. 29, n. 1, p. 1-51, 2000.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 1, p. 83-128, 2005.

BARROS, C. P.; BOUBAKER, S.; HAMROUNI, A. Corporate governance and voluntary disclosure in France. **Journal of Applied Business Research** , v. 29, n. 2, p. 561-578, 2013.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The Relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, 2001.

BARTH, Mary E.; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of accounting research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings¹. **Journal of accounting and economics**, v. 24, n. 1, p. 3-37, 1997.

BAUER, R.; GUENSTER, N.; OTTEN, R. Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. **Journal of Asset Management**, v. 5, n. 2, p. 91-104, 2004.

BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of accounting research**, p. 67-92, 1968.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.

BEINER, S. *et al.* An integrated framework of corporate governance and firm valuation. **European Financial Management**, v. 12, n. 2, p. 249-283, 2006.

BERLE, A.; MEANS, G. The modern corporate and private property. McMillian, New York, NY, 1932.

BIANCHI, M.; NASCIMENTO, A. M. A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2005.

BIDDLE, G. C.; HILARY, G. Accounting quality and firm-level capital investment. **The Accounting Review**, v. 81, n. 5, p. 963-982, 2006.

BOUBAKER, S. Ownership-control discrepancy and firm value: Evidence from France. 2005.

BOZEC, R.; DIA, M. Board structure and firm technical efficiency: Evidence from Canadian state-owned enterprises. **European Journal of Operational Research**, v. 177, n. 3, p. 1734-1750, 2007.

BRESSAN, V. G. F.; BRESSAN, A. A. EXISTE DIFERENÇA ENTRE A RENTABILIDADE DAS AÇÕES DAS EMPRESAS QUE ADOTAM GOVERNANÇA CORPORATIVA COM RELAÇÃO ÀS EMPRESAS DO MERCADO TRADICIONAL?. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008.

BROEDEL LOPES, A.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. 2008.

BURGSTHALER, D. C.; HAIL, L.; LEUZ, C. The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. **The accounting review**, v. 81, n. 5, p. 983-1016, 2006.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1-2, p. 107-148, 2006.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. 2003.

BYRD, J. W.; HICKMAN, K. A. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. **Journal of Financial Economics**, v. 32, p. 195-221, 1992

CADBURY, A. Cadbury report: The financial aspects of corporate governance. **Tech reprt, HMG, London**, 1992.

CALDAS, Marco Antônio Farah; DO CARVALHAL, Raquel Lourenço. Intangíveis e o valor da empresa—O caso da Vale. Simpósio Brasileiro de Pesquisa Operacional, Ubatuba, 2011.

CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. **Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Foz do Iguaçu, PR, Brasil**, v. 27, 2007.

CAPRON, M. *et al.* **Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier**. Paris: La Découverte, 2005.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.

CELLA, G.; MIRANDA RODRIGUES, J.; KATSUMI NIYAMA, J. Contabilidade Internacional-análise dos periódicos internacionais sobre pesquisas em educação contábil face à convergência e globalização. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 15, 2011.

CHAU G.K., GRAY S.J., Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore, **The international Journal of Accounting**, vol. 37, nº 2, p. 247-265, 2002.

CHENG, C. C.; WU, P. C. Nonlinear earnings persistence. **International Review of Economics and Finance**, n. 25, p. 156-168, 2013.

CHIANG, M.; LIN, J. The Relationship between Corporate Governance and Firm Productivity: evidence from Taiwan's manufacturing firms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 5, p. 768-779, 2007.

CHIAPELLO, E. Les normes comptables comme institution du capitalisme. Une analyse du passage aux normes IFRS en Europe à partir de 2005. **Sociologie du travail**, v. 47, n. 3, p. 362-382, 2005.

CLAESSENS, S. *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The journal of finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COFFEE, J. (1999). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **Northwestern University Law Review**, 93:631-707.

COMTE, M. A fluidez e a rigidez. **A ilusão das estatísticas. Tradução Emir Sader. São Paulo: Editora Unesp**, p. 185-198, 1995.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa. **REGE. Revista de Gestão**, v. 15, n. 3, p. 1, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.

CRESWELL, J. W. Projeto de pesquisa métodos qualitativo, quantitativo e misto. In: **Projeto de pesquisa métodos qualitativo, quantitativo e misto**. Artmed, 2010.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

DA SILVA MACEDO, M. A.; CORRAR, L. J. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 4, n. 1, 2012.

DE ANDRADE MARTINS, G. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. Editora Atlas SA, 2000.

DE MELLO, J. S. F. **O Impacto da Governança Corporativa no Valor de Mercado das Companhias de Capital Aberto no Brasil:: Uma reaplicação**. 2007.

DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. **Journal of accounting and economics**, v. 18, n. 1, p. 3-42, 1994.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. M. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

- DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. Earnings quality. 2004.
- DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. **Journal of political economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. **Review of financial economics**, v. 10, n. 3, p. 191-212, 2001.
- DICHEV, I. D.; TANG, V. W. Earnings volatility and earnings predictability. **Journal of accounting and Economics**, v. 47, n. 1-2, p. 160-181, 2009.
- DICHEV, I. D. *et al.* Earnings quality: Evidence from the field. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 2-3, p. 1-33, 2013.
- DUTRA, M. G. L.; SAITO, Richard. 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, 2002.
- ELKINGTON, J. Cannibals with forks. **The triple bottom line of 21st century**, 1997.
- ENG L. L.; MAK, Y.T. Corporate governance and voluntary disclosure, **Journal of Accounting and Public Policy**, vol. 22, p. 325-345, 2003.
- FACCIO, M.; LANG, L. H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of financial economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.
- FAMA, E F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **The journal of law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.
- FERREIRA, D.; ORNELAS, E.; TURNER, J. L. Unbundling ownership and control. **Journal of Economics & Management Strategy**, v. 24, n. 1, p. 1-21, 2015.
- FIGUEIREDO FILHO, Dalson *et al.* O que fazer e o que não fazer com a regressão: pressupostos e aplicações do modelo linear de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). **Revista Política Hoje**, v. 20, n. 1, 2011.
- GABAIX, X.; LANDIER, A. Why has CEO pay increased so much?. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 123, n. 1, p. 49-100, 2008.
- GAIO, C. The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality around the world. **European accounting review**, v. 19, n. 4, p. 693-738, 2010.
- GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. **São Paulo**, v. 5, p. 61, 2002.

GILLAN, S.; STARKS, L. T. A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. 1998.

GINGLINGER, E. L'HER, J.F., Ownership structure and open market stock repurchases in France, **The European Financial Management Association**, London, 2002.

GIROUX, Gary. **Detecting earnings management**. John Wiley & Sons Incorporated, 2004.

GOLLNER, E. S. **Impacto das práticas de governança corporativa no desempenho das empresas: um estudo no setor de siderurgia e metalurgia sob a perspectiva da teoria de agência. 2006. 86 f.** 2006. Dissertação de Mestrado – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças–FUCAPE, Vitória.

GOTARDELO, D. R. Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado. 2006. 142 f. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-Minas), Belo Horizonte, 2006.

GUJARATI, Damodar N. **Basic econometrics**. Tata McGraw-Hill Education, 2009.

HABIB, A.; AZIM, I. Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. **Accounting Research Journal**, v. 21, n. 2, p. 167-194, 2008.

HALL, B. J.; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats?. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n. 3, p. 653-691, 1998.

HANIFFA, R. M.; COOKE, T. E. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. **Abacus**, v. 38, n. 3, p. 317-349, 2002.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism. **School of Economics and Business Administration**, 1996.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, E. S. **Accounting theory**. McGraw-Hill/Irwin, 1982.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, Michael F. Teoria da contabilidade; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. **São Paulo: Atlas**, p. 277-297, 1999.

HO, S. S. M., WONG, K. S. A Study of the Relationship Between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure, **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, nº 10, p. 139-15, 2001.

HOLTHAUSEN, R. W.; WATTS, R. L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, 2001.

HUBBARD, R.; VETTER, D. E. Replications in the finance literature: An empirical study. **Quarterly Journal of Business and Economics**, p. 70-81, 1991.

IATRIDIS, G. International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. **International review of financial analysis**, v. 19, n. 3, p. 193-204, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5a edição, 2016. Disponível em <www.ibgc.com.br>. Acesso em 20.out.2016.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; LAMOUNIER, Wagner Moura; AMARAL, Hudson Fernandes. Assymmetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). Ad. Sci. appl. Account, 2008.

ISIDRO, H.; RAONIC, I. Firm incentives, institutional complexity and the quality of “harmonized” accounting numbers. **The International Journal of Accounting**, v. 47, n. 4, p. 407-436, 2012.

JENKINS, D. S.; KANE, G. D.; VELURY, U. Earnings conservatism and value relevance across the business cycle. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 36, n. 9-10, p. 1041-1058, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top-management incentives. **Journal of political economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JOHNSON, R. A.; WICHERN, D. W. Principal components. **Applied multivariate statistical analysis**, v. 6, p. 430-481, 1998.

JOHNSON, S.; SHLEIFER, A. Privatization and corporate governance. In: **Governance, Regulation, and Privatization in the Asia-Pacific Region, NBER East Asia Seminar on Economics, Volume 12**. University of Chicago Press, 2004. p. 13-34.

KAPLAN, S. N.; RAUH, J. Wall Street and Main Street: What contributes to the rise in the highest incomes?. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 1004-1050, 2009.

KOHLBECK, M. WARFIELD, T. Accounting standard attributes and accounting quality: Discussion and analysis. **Research in Accounting Regulation**, v. 22, n. 2, p. 59-70, 2010.

LA PORTA, R. *et al.* Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R. *et al.* The quality of government. **Journal of Law, Economics, and organization**, v. 15, n. 1, p. 222-279, 1999.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LAFOND, R.; WATTS, R. L. The information role of conservatism. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 447-478, 2008.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, Marina de Andrade. Fundamentos da metodologia científica. In: **Fundamentos da metodologia científica**. Atlas, 2010.

LAKHAL, F. Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France. **Comptabilité-Contrôle-Audit**, v. 12, n. 2, p. 69-92, 2006.

LAND, J.; LANG, M. H. Empirical evidence on the evolution of international earnings. **The accounting review**, v. 77, n. s-1, p. 115-133, 2002.

LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. M.; FAMÁ, R. Existe relação entre disclosure e governança corporativa no Brasil. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Salvador, BA, Brasil**, v. 30, 2006.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). **Available at SSRN 726261**, 2005.

LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. **The Economic Journal**, v. 101, n. 409, p. 1418-1437, 1991.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of financial economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Search in. **Journal of accounting research**, v. 38, p. 91-124No, 2000.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

LINS, K. V. Equity ownership and firm value in emerging markets. **Journal of financial and quantitative analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-184, 2003.

LIPTON, M.; LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**. v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.

LODI, J. B. Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. Campus, 2004.

LOPES, A. B.. **Informação contábil e o mercado de capitais**. Cengage Learning Editores, 2002.

LOPES, A. B.; DE ALENCAR, R. C. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, n. 4, p. 443-464, 2010.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LUDKE, M.; ANDRÉ, M. E. D. A. Pesquisa em educação: abordagens qualitativas. **Em Aberto**, v. 5, n. 31, 2011.

MACEDO, Luciana Alencar Firmo; DE SENA COSTA, Ingrid Laís. Análise comparativa entre modelos de criação de valor: EVA x CFROI. In: Anais do Congresso UFPE de Ciências Contábeis.

MATHIESEN, H. Management ownership and financial performance. 2002. Tese de Doutorado. PhD dissertation, series 18. Copenhagen Business School.

MATTAR, J. **Metodologia científica na era da informática**. Saraiva, 2008.

MEYER, J. W.; JEPPEPERSON, R. L. The 'actors' of modern society: The cultural construction of social agency. **Sociological theory**, v. 18, n. 1, p. 100-120, 2000.

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

MOURA, G. D.; THEISS, V.; CUNHA, P. R. Ativos intangíveis e gerenciamento de resultados: uma análise em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Base**, v. 11, n. 2, 2014.

MOURA, G. D.; VARELA, P. S.; BEUREN, I. M. Conformidade do disclosure obrigatório dos ativos intangíveis e práticas de governança corporativa. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 5, 2014.

MURCIA, F. D.; DOS SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

OECD. Organisation for Economic Co-operation and Development. **Principles of Corporate Governance**, Paris: OECD, 2004.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M. da; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary accounting research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

PAXON, D.; WOOD, D. Dicionário enciclopédico de finanças. **São Paulo: Atlas**, 2001.

PAULO, E.; MARTINS, E. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. **Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, São Paulo, SP, Brasil**, v. 31, p. 1-16, 2007.

POPE, P. F.; WALKER, M. International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings. **Journal of accounting research**, v. 37, p. 53-87, 1999.

PORTER, Michael. **Estrategia competitiva**. Elsevier Brasil, 2004.

POURTIER, F. La publication d'informations financières volontaires: synthèse et discussions. **Comptabilité-Contrôle-Audit**, v. 10, n. 1, p. 79-102, 2004.

RIBEIRO, H. C. M. Revista Contemporânea de Contabilidade: uma análise do perfil da produção acadêmica durante o período de 2004 a 2012. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 10, n. 20, p. 3-28, 2013.

RIBEIRO, M. C. V. **Governança corporativa: Um estudo do impacto de seus mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros**. 2009. Dissertação de Mestrado, Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

ROSSETTI, J. P., ANDRADE A. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**, 7ª edição. Atlas, 2014.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SCHADEWITZ, H. J.; BLEVINS, D. R. Major determinants of interim disclosures in an emerging market. **American Business Review**, v. 16, n. 1, p. 41, 1998.

SCOTT, W. R.; MEYER, J. W. **Institutional environments and organizations: Structural complexity and individualism**. Sage, 1994.

SECURATO, J. C. *et al.* Governança corporativa: estudo de médias de retorno entre IGC e Ibovespa no período de Jun/01 à Mar/06. 2006.

SELLTIZ, C. Metodologia da pesquisa. **Rio de Janeiro: Campos**, 1995.

SHAPIRO, S.S.; WILK, M. B. An analysis of variance test for normality (complete samples). **Biometrika**, v. 52, n. 3/4, p. 591-611, 1965.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, R. L. M. **Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. 2013. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SILVA, W. M.; MORAES, W. F. A. Punidos por baixo desempenho: impactos da governança corporativa sobre o turnover de executivos no Brasil. **Organizações & Sociedade**, v. 13, n. 36, p. 125-143, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SMITH, A. The wealth of nations. **New York: The Modern Library**, 1776.

SODERSTROM, N. S.; SUN, K. J. IFRS adoption and accounting quality: a review. **European Accounting Review**, v. 16, n. 4, p. 675-702, 2007.

SOUZA, F. C.; BORBA, J. A. Governança corporativa e remuneração de executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 2, p. 35-48, 2007.

SOUZA MACHADO, L. *et al.* A PESQUISA CIENTÍFICA DOS DOCENTES EM CONTABILIDADE DE GOIÁS EM CONGRESSOS E PERIÓDICOS QUALIS. **Registro Contábil**, v. 4, n. 1, p. 33-54, 2013.

SOUZA, P. R. E. de B. Análise do atual estágio de disclosure das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para o seu aprimoramento. **São Paulo: USP**, 1995.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 635-674, 2005.

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

STULZ, R. M. Globalization, corporate finance, and the cost of capital. **Journal of applied corporate finance**, v. 12, n. 3, p. 8-25, 1999.

TURNBULL, S. Corporate governance: Its scope, concerns and theories. **Corporate Governance: An International Review**, v. 5, n. 4, p. 180-205, 1997.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VASCONCELOS, A. F.; DO MONTE, P. A. A Remuneração de Executivos e o desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Registro Contábil**, v. 4, n. 1, p. 1-18, 2013.

VAZ, A. C. *et al.* Análise comparativa sobre informações voluntárias divulgadas: o social disclosure das empresas latinoamericanas listadas na Nyse. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 4, n. 1, p. 38-59, 2010.

VELASQUEZ, M. D. P. A influência da Governança Corporativa no Desempenho e na Estrutura de Capital das empresas listadas no N1, N2 e Novo Mercado da Bovespa. 2008. 195 f. Dissertação de Mestrado em Administração - Universidade Federal de Santa Maria

(UFSM), Santa Maria, 2008.

VENTURA, A. F. A. Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. 2013. Dissertação de Mestrado – Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Brasília, 2013.

VÉRON, N. Histoire et déboires possibles des normes comptables internationales. **L'Économie politique**, n. 4, p. 92-112, 2007.

WANG, D. Founding family ownership and earnings quality. **Journal of accounting research**, v. 44, n. 3, p. 619-656, 2006.

WATTS, R. L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. **Accounting horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, 2003.

WONG, S. C. Y. Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform (Integrated version). 2009.

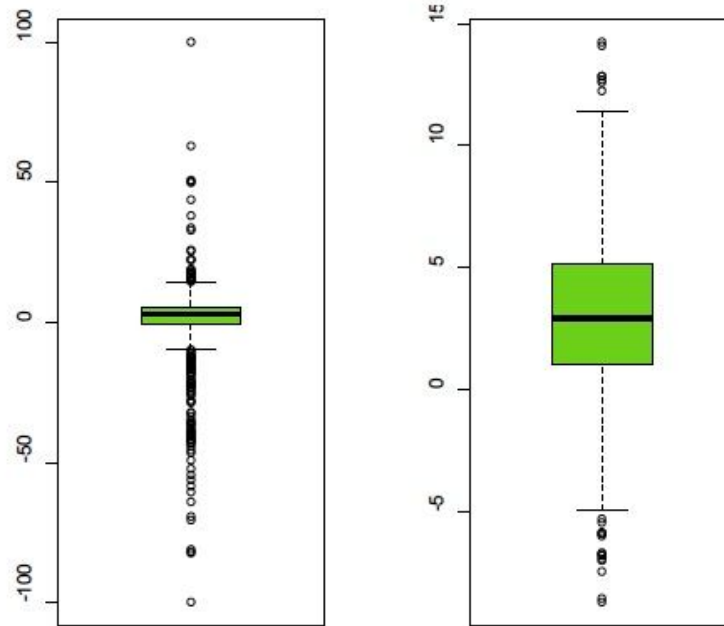
YOUNG, D.; GUENTHER, D. A. Financial reporting environments and international capital mobility. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 3, p. 553-579, 2003.

Anexo 1 - Governança corporativa

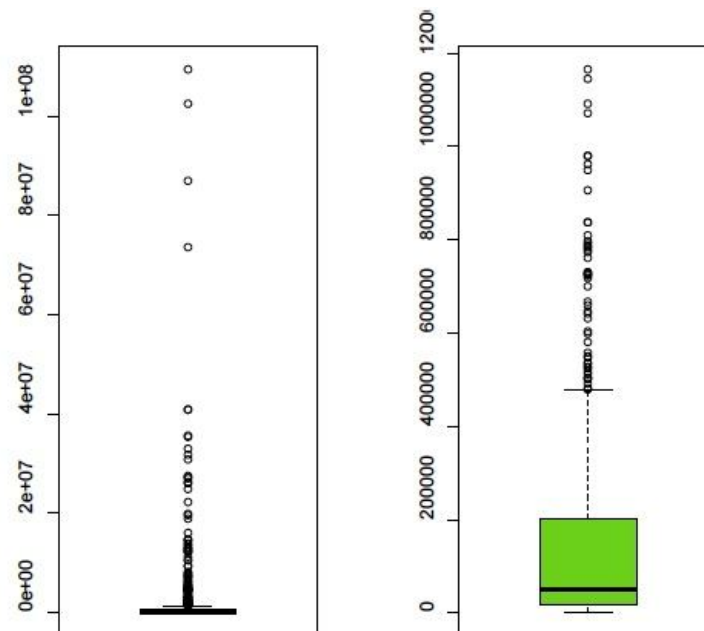
1.1.França (Dados de 2015)

1.1.1. Tratamento de outliers

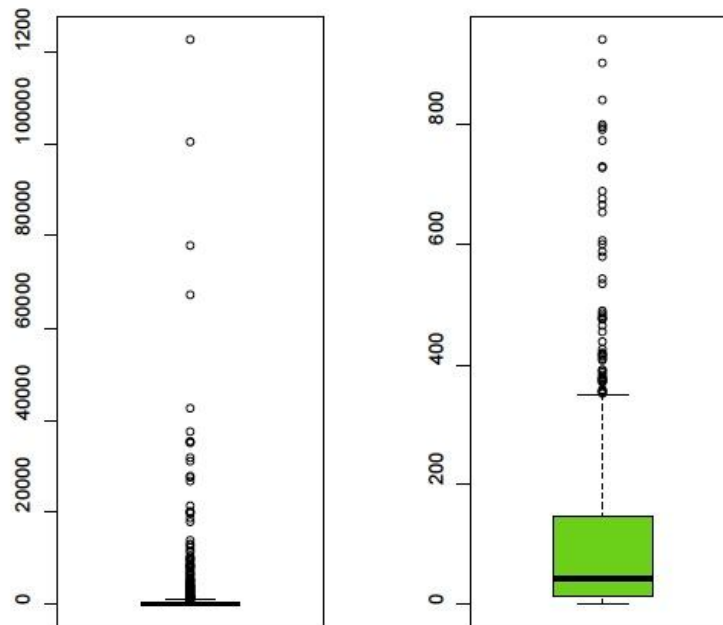
Variável resposta (ROANETINC) antes e após a remoção de *outliers*



Variável explicativa MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



Variável explicativa MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



1.1.2. Correlação e seleção de variáveis

Correlações da base de dados

```
> cor(dadosfranca[2:12])
```

	ROANETINC	MARKETCAP	MARKETCAPITALIZATION	NODVISOR
ROANETINC	1.00000000	0.08432849	0.07716172	0.09694945
MARKETCAP	0.08432849	1.00000000	0.98842259	0.18753223
MARKETCAPITALIZATION	0.07716172	0.98842259	1.00000000	0.17805589
NODVISOR	0.09694945	0.18753223	0.17805589	1.00000000
NODIRECMANG	0.07818012	0.52092648	0.50524580	0.35414989
NOCOMPINGROUP	0.06127978	0.27464157	0.29610053	0.18675821
NOSHAREH	0.05818054	0.52482634	0.49568988	0.26813663
NOSUBSID	0.09834815	0.63334406	0.62270093	0.22207927
NOADVISOR2	0.18354745	0.23423176	0.21971323	0.63775215
OWNNOTMAN	-0.07350904	0.08227262	0.07854865	-0.05956920
NUMDIVIDENDO	0.24261620	0.65359769	0.66127261	0.24831641
	NODIRECMANG	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH	NOSUBSID
ROANETINC	0.07818012	0.06127978	0.05818054	0.09834815
MARKETCAP	0.52092648	0.27464157	0.52482634	0.63334406
MARKETCAPITALIZATION	0.50524580	0.29610053	0.49568988	0.62270093
NODVISOR	0.35414989	0.18675821	0.26813663	0.22207927
NODIRECMANG	1.00000000	0.37658892	0.68714344	0.51748154
NOCOMPINGROUP	0.37658892	1.00000000	0.21321187	0.35657470
NOSHAREH	0.68714344	0.21321187	1.00000000	0.56233092
NOSUBSID	0.51748154	0.35657470	0.56233092	1.00000000
NOADVISOR2	0.40063245	0.25640242	0.32633764	0.32570497
OWNNOTMAN	0.15215146	0.09519615	0.12475897	0.07753994
NUMDIVIDENDO	0.51598248	0.31116643	0.57103673	0.52850906
	NOADVISOR2	OWNNOTMAN	NUMDIVIDENDO	
ROANETINC	0.18354745	-0.07350904	0.24261620	
MARKETCAP	0.23423176	0.08227262	0.65359769	
MARKETCAPITALIZATION	0.21971323	0.07854865	0.66127261	
NODVISOR	0.63775215	-0.05956920	0.24831641	
NODIRECMANG	0.40063245	0.15215146	0.51598248	
NOCOMPINGROUP	0.25640242	0.09519615	0.31116643	
NOSHAREH	0.32633764	0.12475897	0.57103673	
NOSUBSID	0.32570497	0.07753994	0.52850906	
NOADVISOR2	1.00000000	-0.07815693	0.29632552	
OWNNOTMAN	-0.07815693	1.00000000	0.05700267	
NUMDIVIDENDO	0.29632552	0.05700267	1.00000000	

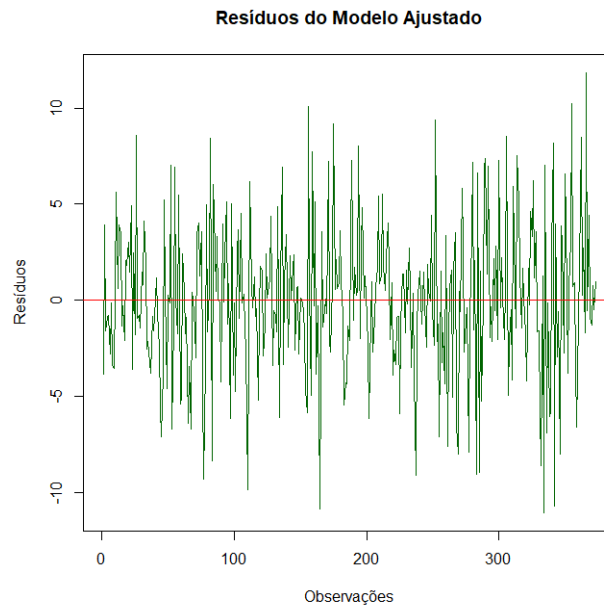
Teste de correlação para seleção de variáveis
Pearson's product-moment correlation
data: MARKETCAP and MARKETCAPITALIZATION
t = 158.24, df = 590, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
0.9864069 0.9901408
sample estimates: **cor 0.9884226**

Pearson's product-moment correlation
data: NODVISOR and NOADVISOR2
t = 20.112, df = 590, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
0.5873539 0.6832234
sample estimates: **cor 0.6377522**

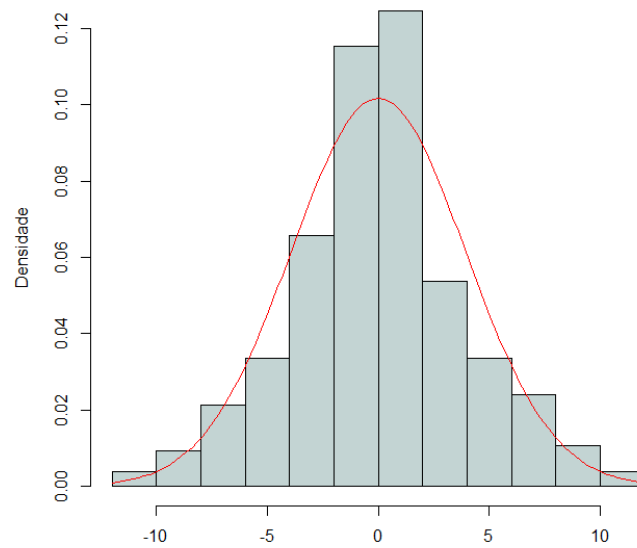
Pearson's product-moment correlation
data: NODIRECMANG and NOSUBSID
t = 14.689, df = 590, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
0.4559095 0.5741240
sample estimates: **cor 0.5174815**

1.1.3. Pós-regressão

Verificar normalidade, autocorrelação e homoscedasticidade dos resíduos.



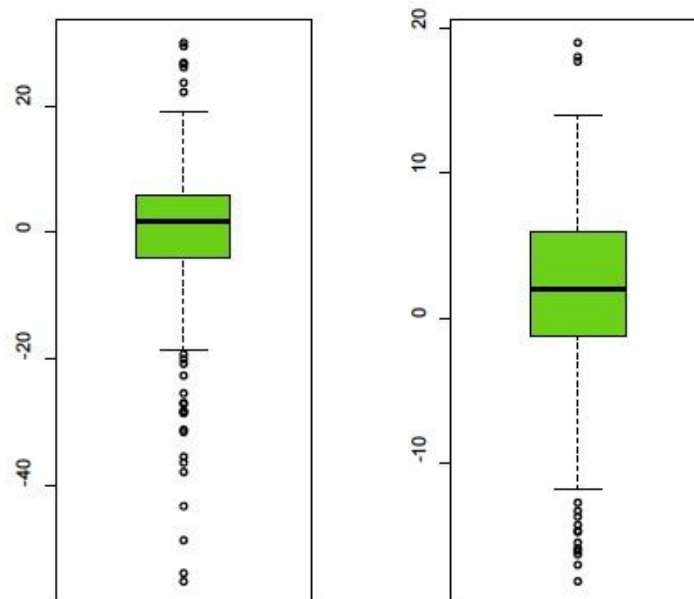
- Normalidade por Shapiro-Wilk



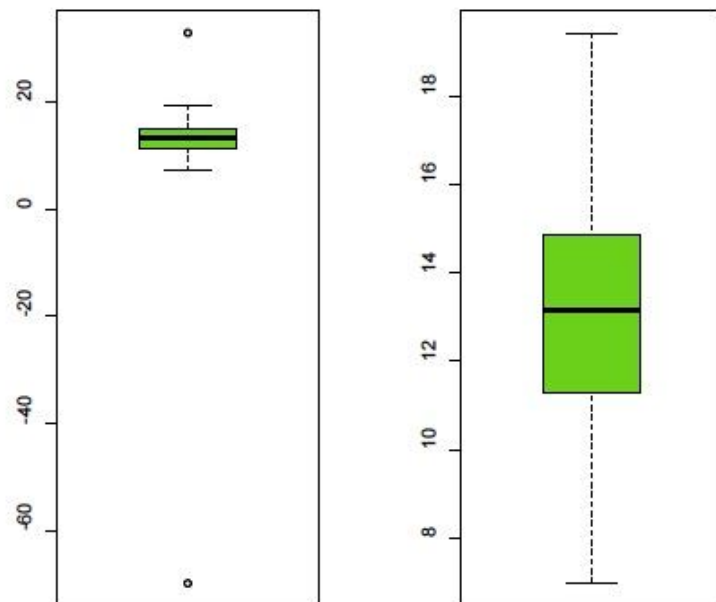
1.2. Brasil (Dados de 2015)

1.2.1. Tratamento de *outliers*

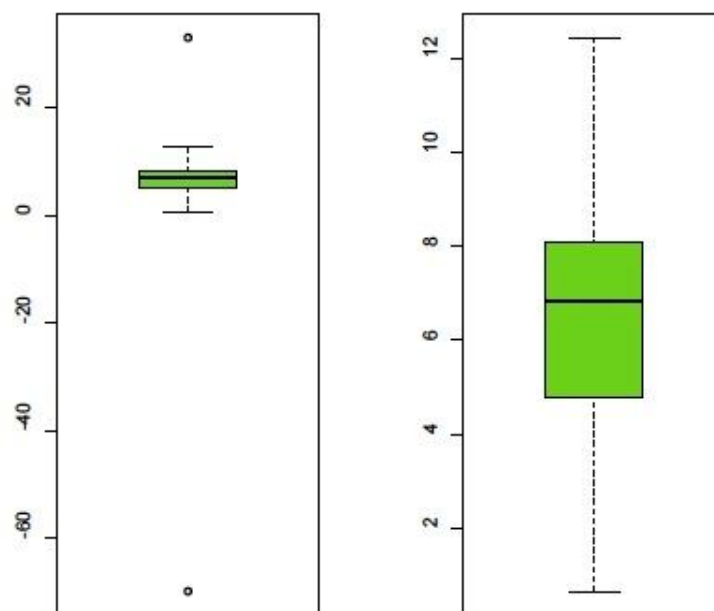
Variável resposta (ROANETINC) antes e após a remoção de *outliers*



Variável explicativa MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



Variável explicativa MARKETCAPITALIZATION antes e após a remoção de *outliers*



1.2.2. Correlação e seleção de variáveis

Correlações da base de dados

	ROANETINC	MARKETCAP	MERKETCAPITALIZATION	NOADVISOR
ROANETINC	1.00000000	0.44098235	0.37018299	0.040192621
MARKETCAP	0.44098235	1.00000000	0.95745494	0.118353088
MERKETCAPITALIZATION	0.37018299	0.95745494	1.00000000	0.134698945
NOADVISOR	0.04019262	0.11835309	0.13469895	1.000000000
NODIRECMANG	0.05590341	0.43391914	0.43582757	0.097520240
NOCOMPINGROUP	0.06193213	0.24494539	0.25336656	-0.042303444
NOSHAREH	0.23939430	0.60131638	0.61039132	0.072894307
NOSUBSID	-0.04911983	0.16092208	0.21169178	-0.007173369
NOADVISOR2	-0.05626278	-0.02260293	-0.03848086	0.445044514
OWNNOTMAN	-0.06113674	0.21010745	0.22293179	0.046778721
NUMDIVIDENDO	0.24108910	0.28859710	0.28279732	-0.020424342
	NODIRECMANG	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH	NOSUBSID
ROANETINC	0.05590341	0.06193213	0.23939430	-0.049119834
MARKETCAP	0.43391914	0.24494539	0.60131638	0.160922082
MERKETCAPITALIZATION	0.43582757	0.25336656	0.61039132	0.211691775
NOADVISOR	0.09752024	-0.04230344	0.07289431	-0.007173369
NODIRECMANG	1.00000000	0.12986614	0.33664690	0.186281663
NOCOMPINGROUP	0.12986614	1.00000000	0.03396764	0.280262853
NOSHAREH	0.33664690	0.03396764	1.00000000	0.183710320
NOSUBSID	0.18628166	0.28026285	0.18371032	1.000000000
NOADVISOR2	0.13886842	0.16488123	-0.07516472	0.004474429
OWNNOTMAN	0.08670974	0.12496308	0.01276433	0.100078526
NUMDIVIDENDO	0.03341605	-0.06280907	0.26087649	-0.077350034
	NOADVISOR2	OWNNOTMAN	NUMDIVIDENDO	
ROANETINC	-0.056262778	-0.06113674	0.24108910	
MARKETCAP	-0.022602935	0.21010745	0.28859710	
MERKETCAPITALIZATION	-0.038480855	0.22293179	0.28279732	
NOADVISOR	0.445044514	0.04677872	-0.02042434	
NODIRECMANG	0.138868424	0.08670974	0.03341605	
NOCOMPINGROUP	0.164881232	0.12496308	-0.06280907	
NOSHAREH	-0.075164720	0.01276433	0.26087649	
NOSUBSID	0.004474429	0.10007853	-0.07735003	
NOADVISOR2	1.000000000	0.10722144	-0.10043061	
OWNNOTMAN	0.107221443	1.00000000	0.04052834	
NUMDIVIDENDO	-0.100430608	0.04052834	1.00000000	

Teste de correlação para seleção de variáveis

```
cor.test(MARKETCAP,MERKETCAPITALIZATION) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation
data: MARKETCAP and MERKETCAPITALIZATION

t = 49.211, df = 220, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.9449073 0.9671930

sample estimates:

cor 0.9574549

```
> cor.test(NOADVISOR,NOADVISOR2) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation
data: NOADVISOR and NOADVISOR2

t = 7.3713, df = 220, p-value = 3.385e-12

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.3328782 0.5447926

sample estimates:

cor 0.4450445

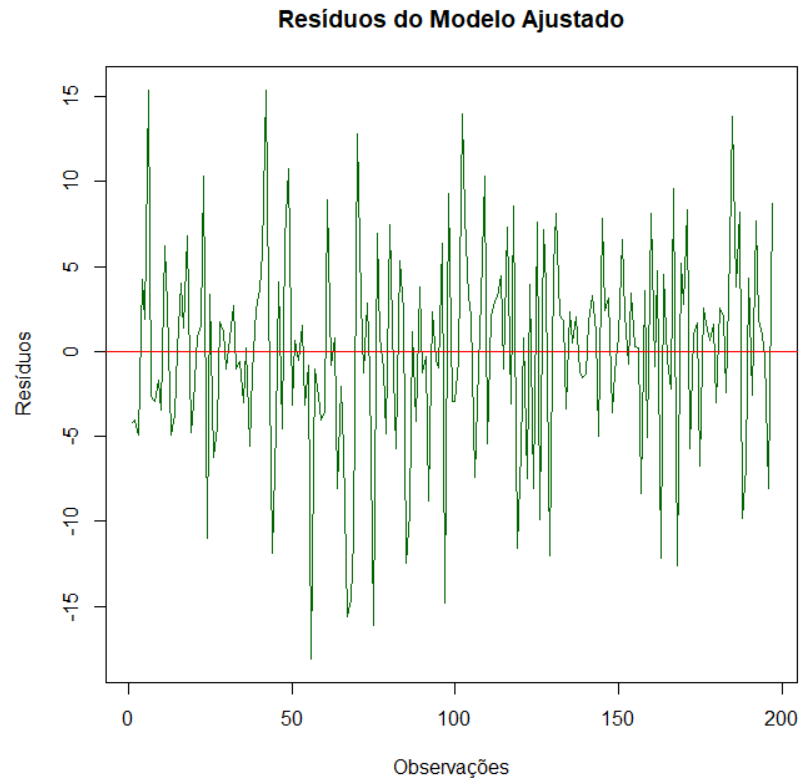
```
> cor.test(NODIRECMANG,NOSUBSID) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation
data: NODIRECMANG and NOSUBSID

t = 2.8122, df = 220, p-value = 0.005365
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
0.0559817 0.3103426
sample estimates:
cor 0.1862817

1.2.3. Pós-regressão

Verificar normalidade, autocorrelação e homoscedasticidade dos resíduos.

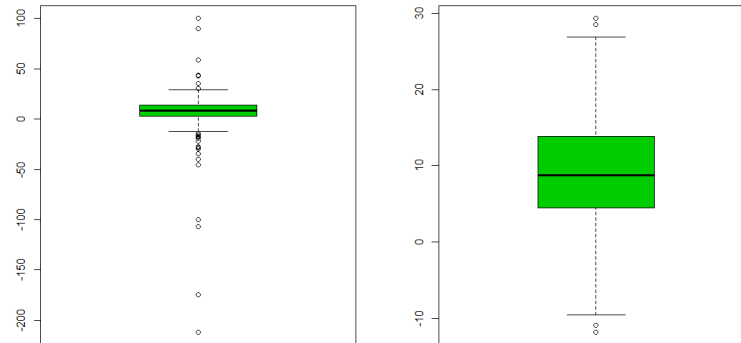


Modelo 2 – Utilização da variável ROE como resposta

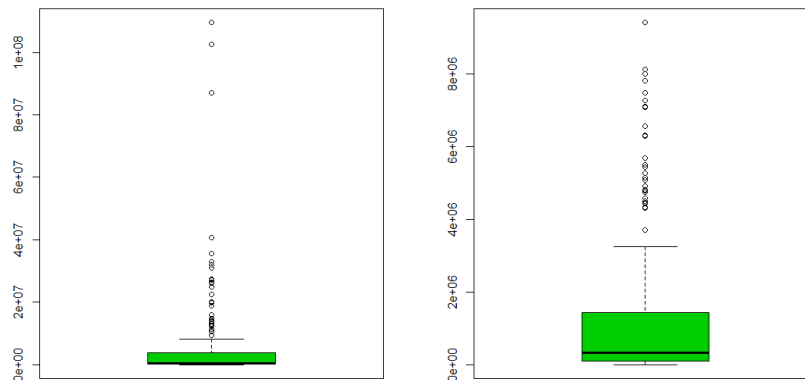
2.1.França (Dados de 2015)

2.1.1. Tratamento de *outliers*

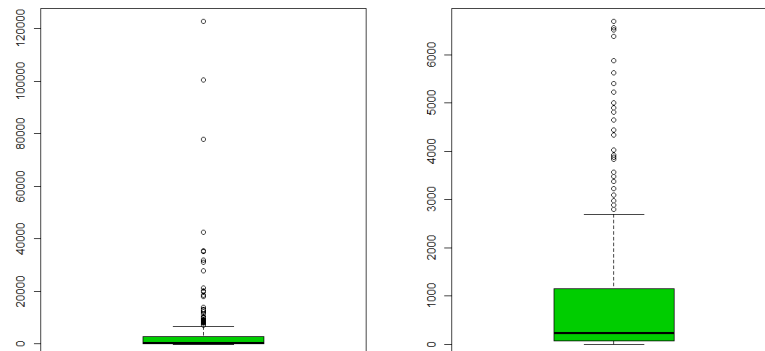
Variável resposta (ROENETINC) antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAPITALIZATION antes e após a remoção de *outliers*



2.1.2. Correlação e seleção de variáveis

	ROENETINC	MARKETCAP	MARKETCAPITALIZATION	NODVISOR
ROENETINC	1.00000000	0.05901476	0.05091793	0.04857894
MARKETCAP	0.05901476	1.00000000	0.98752843	0.17715349
MARKETCAPITALIZATION	0.05091793	0.98752843	1.00000000	0.17028825
NODVISOR	0.04857894	0.17715349	0.17028825	1.00000000
NODIRECMANG	-0.04671820	0.51160433	0.49752357	0.24460557
NOCOMPINGROUP	0.02316511	0.23996378	0.27612525	0.17246945
NOSHAREH	0.11344885	0.49994976	0.47026954	0.18721209
NOSUBSID	0.08699754	0.56122184	0.55918722	0.13943102
NOADVISOR2	-0.02281933	0.20882469	0.19122817	0.44414051
OWNNOTMAN	-0.06726032	0.13418975	0.12583180	0.08040916
NUMDIVIDENDO	0.15931146	0.65818869	0.68063060	0.17879537
	NODIRECMANG	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH	NOSUBSID
ROENETINC	-0.04671820	0.02316511	0.11344885	0.08699754
MARKETCAP	0.51160433	0.23996378	0.49994976	0.56122184
MARKETCAPITALIZATION	0.49752357	0.27612525	0.47026954	0.55918722
NODVISOR	0.24460557	0.17246945	0.18721209	0.13943102
NODIRECMANG	1.00000000	0.31497299	0.62447700	0.47310831
NOCOMPINGROUP	0.31497299	1.00000000	0.17892315	0.33309402
NOSHAREH	0.62447700	0.17892315	1.00000000	0.53119186
NOSUBSID	0.47310831	0.33309402	0.53119186	1.00000000
NOADVISOR2	0.26319280	0.23543281	0.21453919	0.27185193
OWNNOTMAN	0.28777640	0.14746018	0.21570640	0.16694567
NUMDIVIDENDO	0.41237530	0.27283858	0.51368210	0.46581263
	OWNNOTMAN	NUMDIVIDENDO		
ROENETINC	-0.06726032	0.15931146		
MARKETCAP	0.13418975	0.65818869		
MARKETCAPITALIZATION	0.12583180	0.68063060		
NODVISOR	0.08040916	0.17879537		
NODIRECMANG	0.28777638	0.41237530		
NOCOMPINGROUP	0.14746018	0.27283860		
NOSHAREH	0.21570637	0.51368210		
NOSUBSID	0.16694567	0.46581263		
NOADVISOR2	0.05126189	0.16736740		
OWNNOTMAN	1.00000000	0.10439571		
NUMDIVIDENDO	0.10439571	1.00000000		

```
> cor.test(MARKETCAP,MARKETCAPITALIZATION) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: MARKETCAP and MARKETCAPITALIZATION

t = 97.575, df = 242, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.9839747 0.9902979

sample estimates:

cor

0.9875284

```
> cor.test(NODVISOR,NOADVISOR2) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: NODVISOR and NOADVISOR2

t = 7.7115, df = 242, p-value = 3.226e-13

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.3373726 0.5396271

sample estimates:

cor

0.4441405

```
> cor.test(NODIRECMANG,NOSUBSID) #excluir uma delas
```

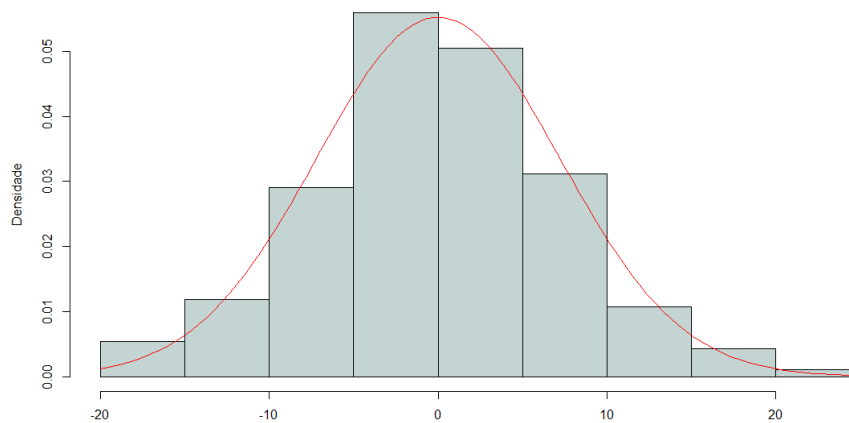
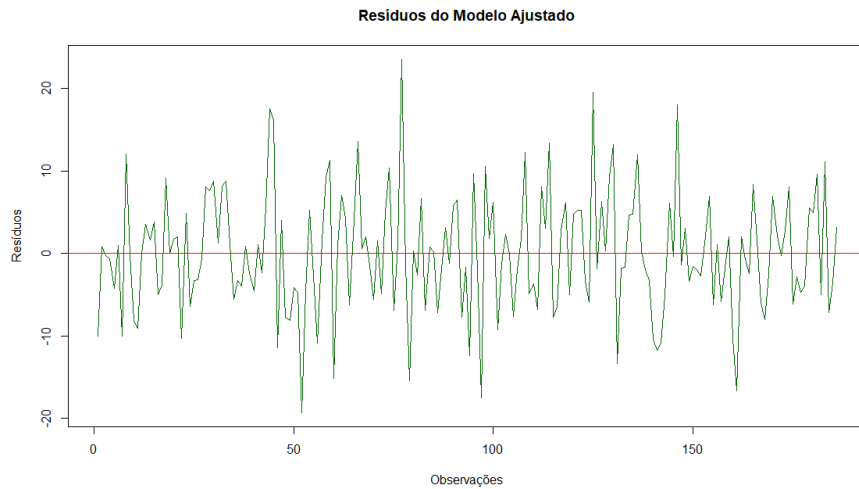
Pearson's product-moment correlation

data: NODIRECMANG and NOSUBSID

$t = 8.3539$, $df = 242$, $p\text{-value} = 5.168e-15$
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
0.3694751 0.5651173
sample estimates:
cor
0.4731083

2.1.3. Pós-regressão

- Normalidade por Shapiro-Wilk

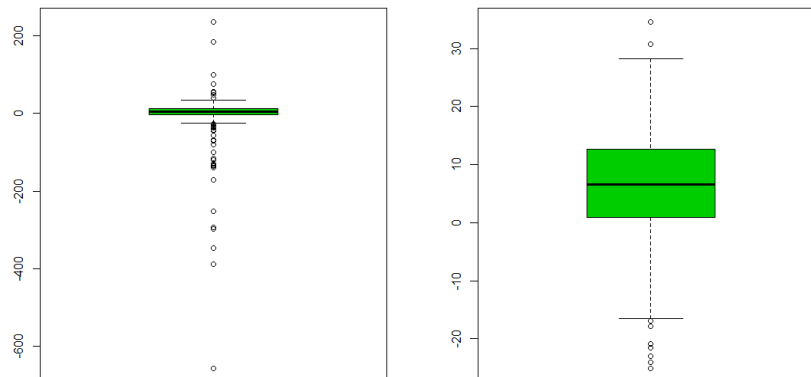


Shapiro-Wilk normality test

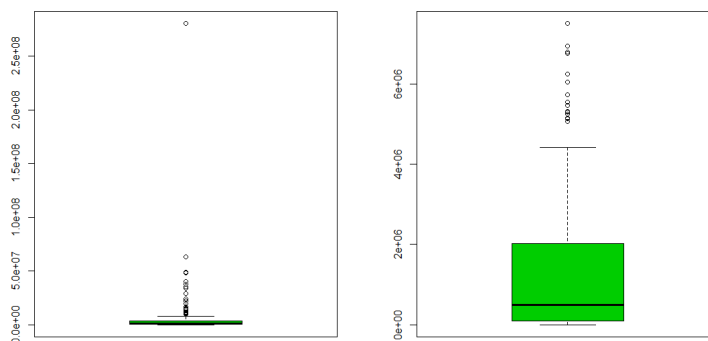
2.2. Brasil (dados de 2015)

2.2.1. Tratamento de *outliers*

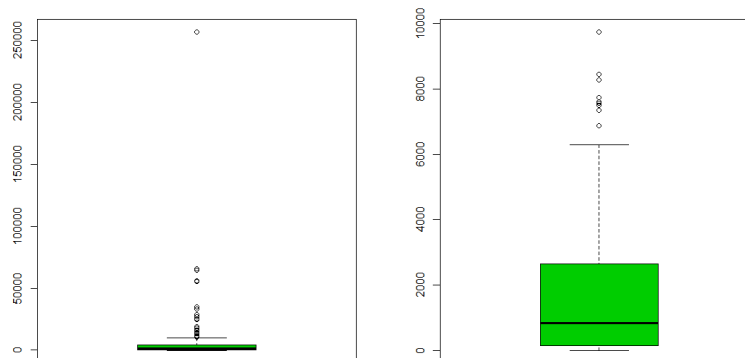
Variável resposta (ROENETINC) antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



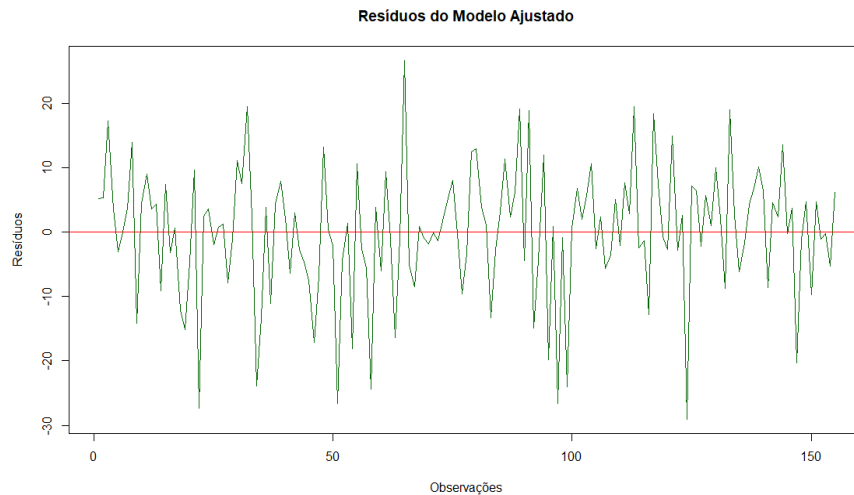
Variável MARKETCAPITALIZATION antes e após a remoção de *outliers*



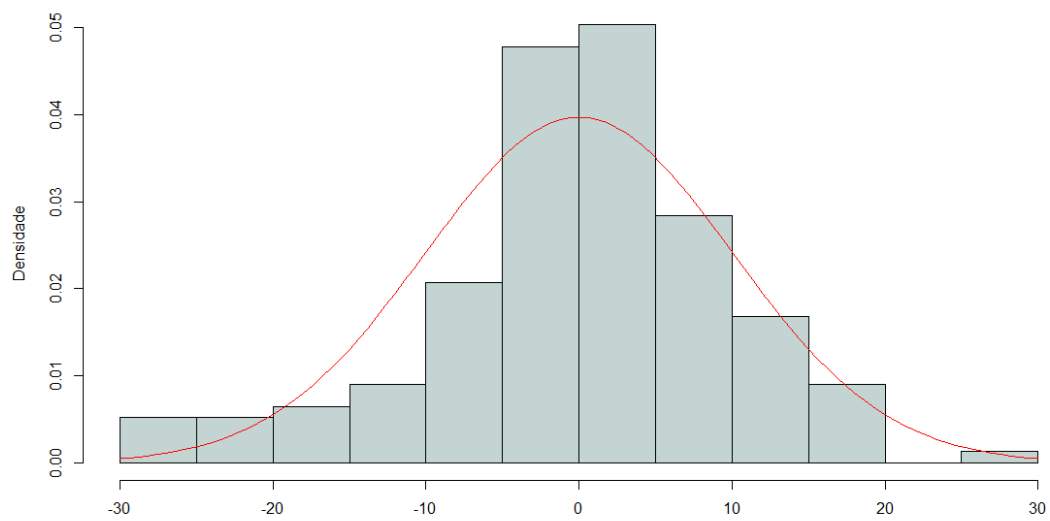
2.2.2. Correlação e seleção de variáveis

	ROENETINC	MARKETCAP	MARKETCAPITALIZATION	
ROENETINC	1.00000000	0.094345872	0.099046435	
MARKETCAP	0.094345872	1.000000000	0.988888618	
MARKETCAPITALIZATION	0.099046435	0.988888618	1.000000000	
NODVISOR	0.015789639	0.010269738	0.014864092	
NODIRECMANG	0.110352144	0.150352374	0.195898815	
NOCOMPINGROUP	0.068861137	0.250082393	0.256135167	
NOSHAREH	0.170156952	0.264786914	0.302138478	
NOSUBSID	-0.004952986	0.001731949	0.014436512	
NOADVISOR2	0.040000349	-0.028662189	-0.030035512	
OWNNOTMAN	0.004692438	0.077546436	0.087080488	
NUMDIVIDENDO	0.158823516	-0.016684756	-0.006996357	
	NODVISOR	NODIRECMANG	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH
ROENETINC	0.01578964	0.11035214	0.06886114	0.17015695
MARKETCAP	0.01026974	0.15035237	0.25008239	0.26478691
MARKETCAPITALIZATION	0.01486409	0.19589882	0.25613517	0.30213848
NODVISOR	1.00000000	0.08254036	-0.05403441	0.06091945
NODIRECMANG	0.08254036	1.00000000	0.08772807	0.32283619
NOCOMPINGROUP	-0.05403441	0.08772807	1.00000000	0.03204469
NOSHAREH	0.06091945	0.32283619	0.03204469	1.00000000
NOSUBSID	-0.02654771	0.07617420	0.33210350	0.16928591
NOADVISOR2	0.46472115	0.13755025	0.16545884	-0.06635763
OWNNOTMAN	0.04979645	0.09873030	0.09294618	0.05921468
NUMDIVIDENDO	-0.05198585	0.02909757	-0.07122087	0.16676420
	NOSUBSID	NOADVISOR2	OWNNOTMAN	NUMDIVIDENDO
ROENETINC	-0.004952986	0.04000035	0.004692438	0.158823516
MARKETCAP	0.001731949	-0.02866219	0.077546436	-0.016684756
MARKETCAPITALIZATION	0.014436512	-0.03003551	0.087080488	-0.006996357
NODVISOR	-0.026547706	0.46472115	0.049796452	-0.051985850
NODIRECMANG	0.076174203	0.13755025	0.098730296	0.029097570
NOCOMPINGROUP	0.332103500	0.16545884	0.092946178	-0.071220875
NOSHAREH	0.169285910	-0.06635763	0.059214680	0.166764200
NOSUBSID	1.000000000	0.03521729	-0.032334340	-0.043498405
NOADVISOR2	0.035217293	1.00000000	-0.013571609	-0.073852426
OWNNOTMAN	-0.032334340	-0.01357161	1.000000000	-0.056773027
NUMDIVIDENDO	-0.043498405	-0.07385243	-0.056773027	1.000000000

2.2.3. Pós-regressão



- Normalidade por Shapiro-Wilk

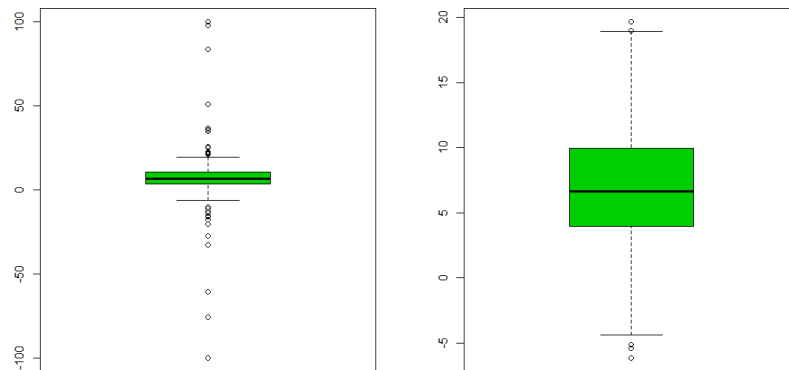


Modelo 3 – Utilização da variável ROCE como resposta

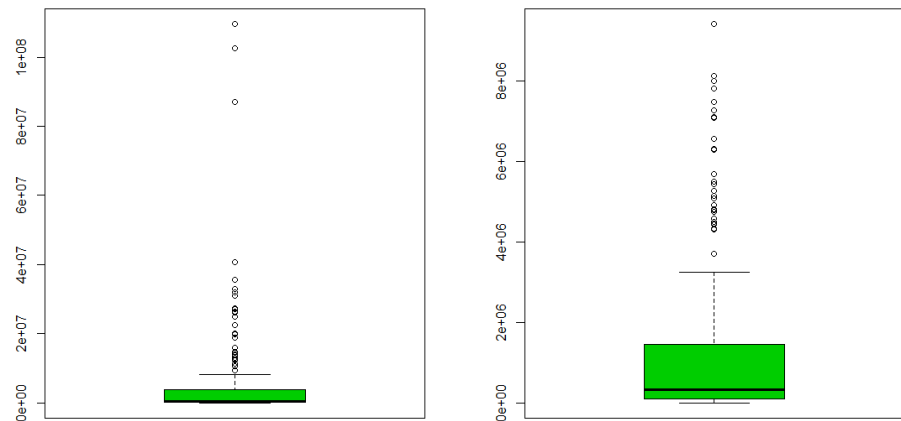
3.1.França (dados de 2015)

3.1.1. Tratamento de *outliers*

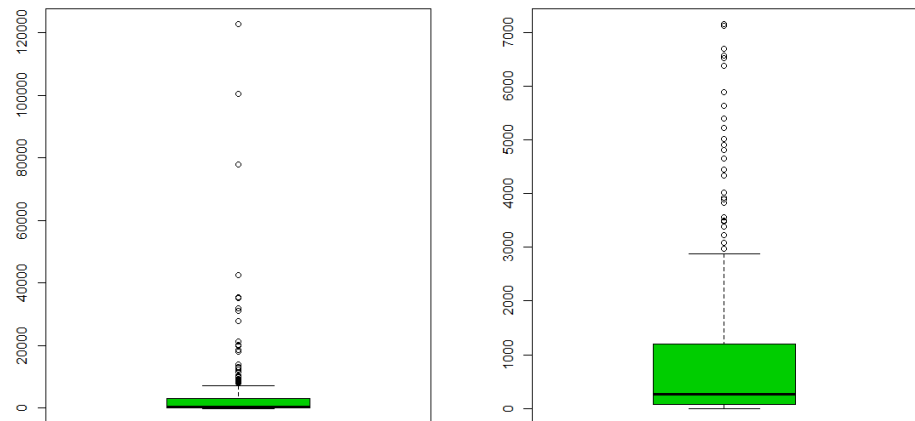
Variável ROCENETINC antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAPITALIZATION antes e após a remoção de *outliers*



3.1.2. Correlação e seleção de variáveis

	ROCENETINC	MARKETCAP	MARKETCAPITALIZATION	NODVISOR	NODIRECMANG
ROCENETINC	1.00000000	0.02923140	0.02104874	0.01548895	-0.07397047
MARKETCAP	0.02923140	1.00000000	0.98748883	0.17511369	0.50245143
MARKETCAPITALIZATION	0.02104874	0.98748883	1.00000000	0.16890213	0.49052805
NODVISOR	0.01548895	0.17511369	0.16890213	1.00000000	0.24845622
NODIRECMANG	-0.07397047	0.50245143	0.49052805	0.24845622	1.00000000
NOCOMPINGROUP	-0.05986169	0.22046612	0.25721954	0.18024182	0.39277459
NOSHAREH	0.02944729	0.49970002	0.46978416	0.18138698	0.60463458
NOSUBSID	0.03443211	0.56136178	0.55917611	0.13714487	0.45923592
NOADVISOR2	-0.02860871	0.20572210	0.18944809	0.45137415	0.29784546
OWNNOTMAN	-0.03486268	0.13212537	0.12403708	0.08078859	0.28340247
NUMDIVIDENDO	0.10469737	0.65797160	0.67989584	0.17166740	0.40225825
	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH	NOSUBSID	NOADVISOR2	OWNNOTMAN
ROCENETINC	-0.05986169	0.02944729	0.03443211	-0.02860871	-0.03486268
MARKETCAP	0.22046612	0.49970002	0.56136178	0.20572210	0.13212537
MARKETCAPITALIZATION	0.25721954	0.46978416	0.55917611	0.18944809	0.12403708
NODVISOR	0.18024182	0.18138698	0.13714487	0.45137415	0.08078859
NODIRECMANG	0.39277459	0.60463458	0.45923592	0.29784546	0.28340247
NOCOMPINGROUP	1.00000000	0.15783916	0.30415035	0.26058856	0.14120714
NOSHAREH	0.15783916	1.00000000	0.53227255	0.20909563	0.21311739
NOSUBSID	0.30415035	0.53227255	1.00000000	0.27009668	0.16282901
NOADVISOR2	0.26058856	0.20909563	0.27009668	1.00000000	0.05550154
OWNNOTMAN	0.14120714	0.21311739	0.16282901	0.05550154	1.00000000
NUMDIVIDENDO	0.23125586	0.51699755	0.46776764	0.15421679	0.10410463
	NUMDIVIDENDO				
ROCENETINC	0.1046974				
MARKETCAP	0.6579716				
MARKETCAPITALIZATION	0.6798958				
NODVISOR	0.1716674				
NODIRECMANG	0.4022583				
NOCOMPINGROUP	0.2312559				
NOSHAREH	0.5169976				
NOSUBSID	0.4677676				
NOADVISOR2	0.1542168				
OWNNOTMAN	0.1041046				
NUMDIVIDENDO	1.0000000				

```
> cor.test(MARKETCAP,MARKETCAPITALIZATION) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: MARKETCAP and MARKETCAPITALIZATION

t = 97.418, df = 242, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.9839239 0.9902671

sample estimates:

cor

0.9874888

```
> cor.test(NODVISOR,NOADVISOR2) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

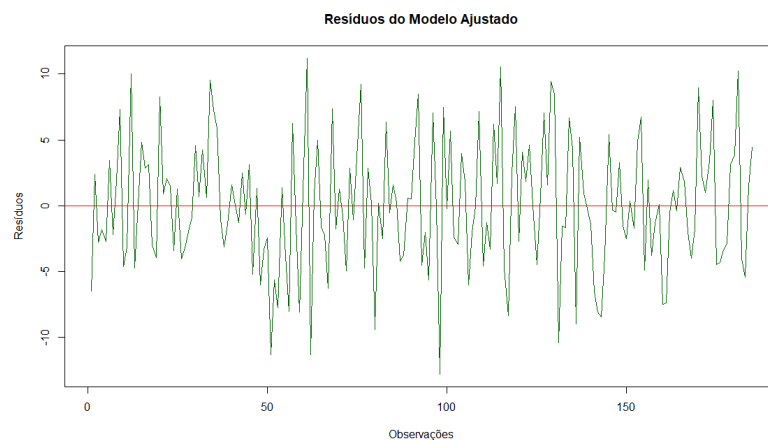
```
data: NODVISOR and NOADVISOR2  
t = 7.8689, df = 242, p-value = 1.191e-13  
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0  
95 percent confidence interval:  
0.3453658 0.5460088  
sample estimates:  
cor  
0.4513741
```

```
> cor.test(NODIRECMANG,NOSUBSID) #excluir uma delas
```

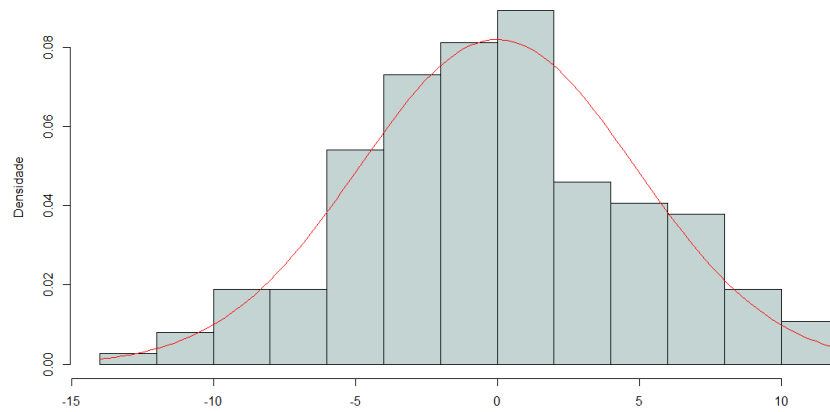
Pearson's product-moment correlation

```
data: NODIRECMANG and NOSUBSID  
t = 8.0422, df = 242, p-value = 3.929e-14  
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0  
95 percent confidence interval:  
0.3540706 0.5529322  
sample estimates:  
cor  
0.4592359
```

3.1.3. Pós-regressão



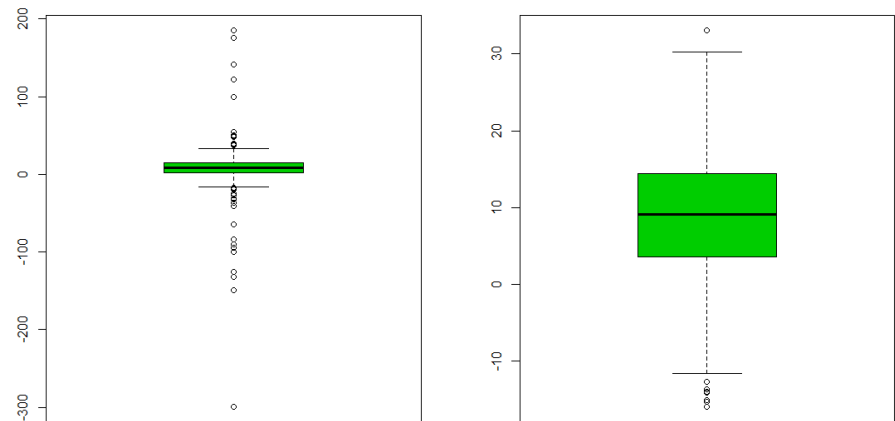
- Normalidade por Shapiro-Wilk



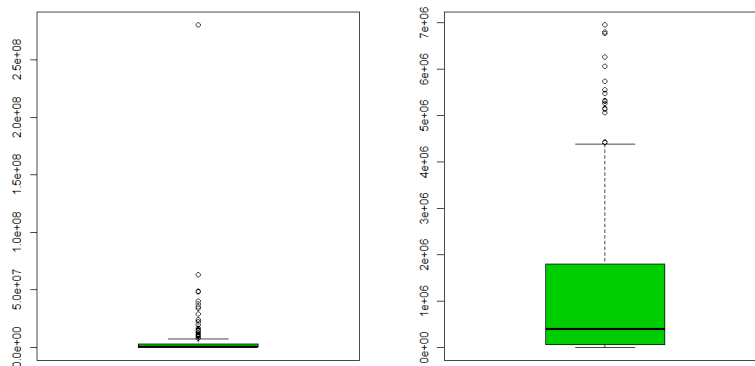
3.2. Brasil (dados de 2015)

3.2.1. Tratamento de *outliers*

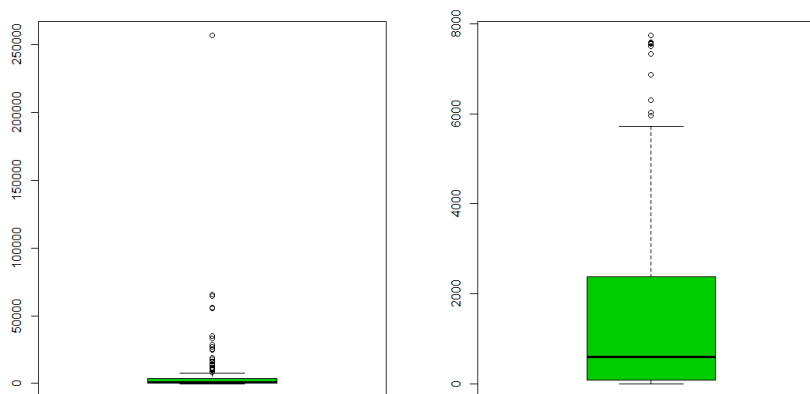
Variável ROCENETINC antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAPITALIZATION antes e após a remoção de *outliers*



3.2.2. Correlação e seleção de variáveis

	ROCKETINC	MARKETCAP	MARKETCAPITALIZATION	NODVISOR
ROCKETINC	1.000000000	0.080010684	0.08323622	0.01378493
MARKETCAP	0.080010684	1.000000000	0.98888909	0.01494817
MARKETCAPITALIZATION	0.083236223	0.988889089	1.00000000	0.02015924
NODVISOR	0.013784931	0.014948166	0.02015924	1.00000000
NODIRECMANG	0.054947726	0.157013316	0.20329845	0.08899117
NOCOMPINGROUP	0.018313162	0.254536769	0.26133942	-0.04670330
NOSHAREH	0.133215310	0.270934068	0.30870267	0.07247408
NOSUBSID	-0.047691536	0.007114305	0.02041689	-0.02182492
NOADVISOR2	-0.012513078	-0.031875747	-0.03344978	0.44544983
OWNNOTMAN	-0.009439056	0.073584599	0.08272705	0.04810040
NUMDIVIDENDO	0.124031310	0.006697970	0.01905770	-0.03018835
	NODIRECMANG	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH	NOSUBSID
ROCKETINC	0.05494773	0.01831316	0.13321531	-0.047691536
MARKETCAP	0.15701332	0.25453677	0.27093407	0.007114305
MARKETCAPITALIZATION	0.20329845	0.26133942	0.30870267	0.020416892
NODVISOR	0.08899117	-0.04670330	0.07247408	-0.021824918
NODIRECMANG	1.00000000	0.09697885	0.33395119	0.081608342
NOCOMPINGROUP	0.09697885	1.00000000	0.05493043	0.336798947
NOSHAREH	0.33395119	0.05493043	1.00000000	0.179337391
NOSUBSID	0.08160834	0.33679895	0.17933739	1.000000000
NOADVISOR2	0.12313124	0.16490554	-0.07463974	0.030270305
OWNNOTMAN	0.09922548	0.09155057	0.06145427	-0.022188756
NUMDIVIDENDO	0.06608743	-0.03753292	0.22175441	-0.019397974
	NOADVISOR2	OWNNOTMAN	NUMDIVIDENDO	
ROCKETINC	-0.01251308	-0.009439056	0.12403131	
MARKETCAP	-0.03187575	0.073584599	0.00669797	
MARKETCAPITALIZATION	-0.03344978	0.082727046	0.01905770	
NODVISOR	0.44544983	0.048100400	-0.03018835	
NODIRECMANG	0.12313124	0.099225481	0.06608743	
NOCOMPINGROUP	0.16490554	0.091550566	-0.03753292	
NOSHAREH	-0.07463974	0.061454268	0.22175441	
NOSUBSID	0.03027031	-0.022188756	-0.01939797	
NOADVISOR2	1.00000000	-0.023095083	-0.08004933	
OWNNOTMAN	-0.02309508	1.000000000	-0.03219629	
NUMDIVIDENDO	-0.08004933	-0.032196287	1.00000000	

```
> cor.test(MARKETCAP,MARKETCAPITALIZATION) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: MARKETCAP and MARKETCAPITALIZATION

t = 101.98, df = 235, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.9856671 0.9913899

sample estimates:

cor

0.9888891

```
> cor.test(NODVISOR,NOADVISOR2) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: NODVISOR and NOADVISOR2

t = 7.6271, df = 235, p-value = 5.935e-13

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

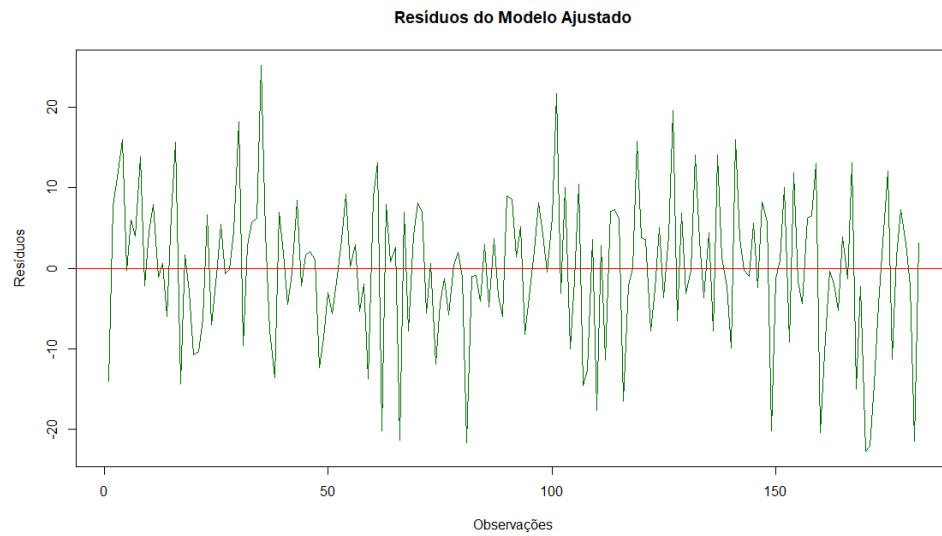
0.3371579 0.5421080

sample estimates:

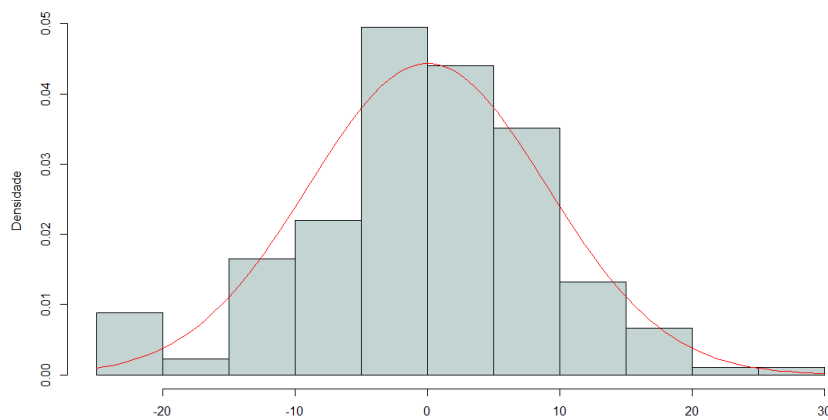
cor

0.4454498

3.2.3. Pós-regressão



- **Normalidade por Shapiro-Wilk**

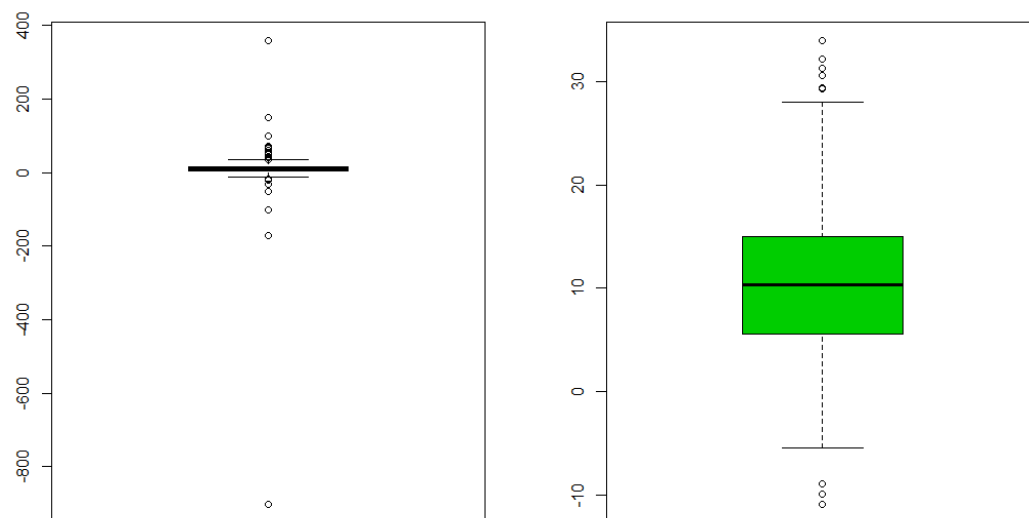


Modelo 4 – Utilização da variável ROIC como resposta

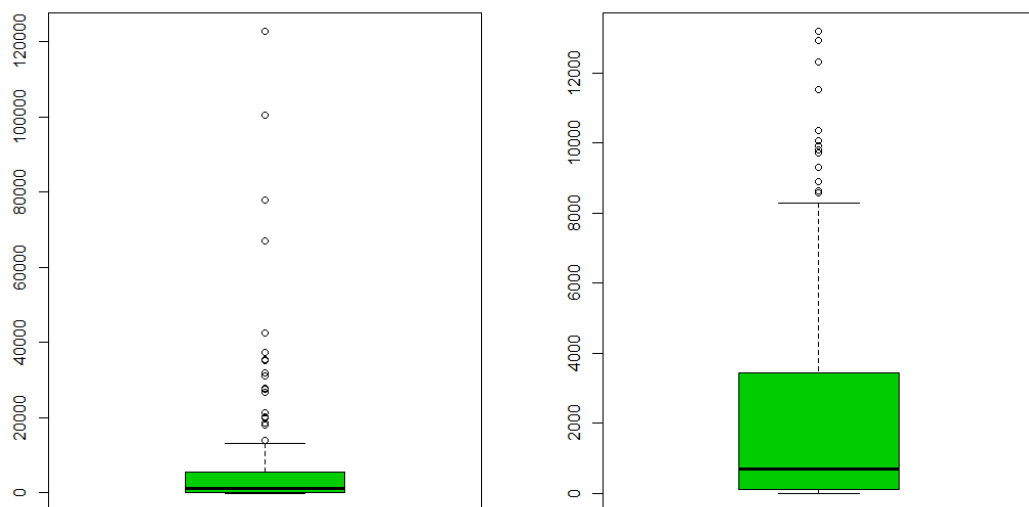
4.1. França (dados de 2015)

4.1.1. Tratamento de *outliers*

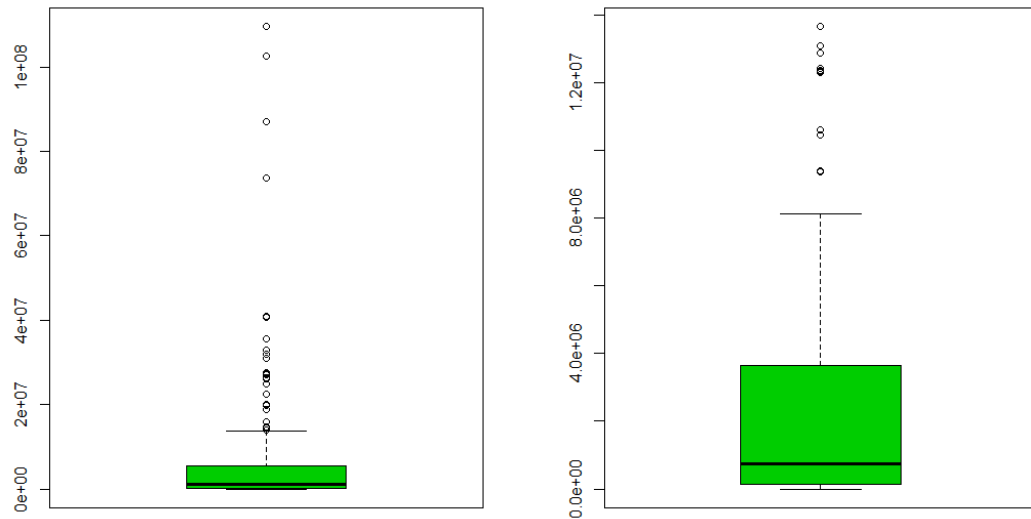
Variável ROIC antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAPITALIZATION antes e após a remoção de *outliers*



4.1.2. Correlação e seleção de variáveis

	ROIC	MARKETCAP	MARKETCAPITALIZATION	NODVISOR
ROIC	1.000000000	-0.005899061	-0.0127899	-0.01916912
MARKETCAP	-0.005899061	1.000000000	0.9873495	0.23917939
MARKETCAPITALIZATION	-0.012789899	0.987349491	1.0000000	0.22679446
NODVISOR	-0.019169122	0.239179394	0.2267945	1.000000000
NODIRECMANG	0.015371914	0.501498303	0.4898730	0.29557949
NOCOMPINGROUP	0.015124883	0.233781312	0.2659683	0.24663893
NOSHAREH	0.021014782	0.494621981	0.4674550	0.20542218
NOSUBSID	0.033836644	0.588000990	0.5821912	0.24131850
NOADVISOR2	0.072487246	0.263620389	0.2447159	0.56166069
OWNNOTMAN	-0.022183420	0.129020300	0.1236081	0.01661561
NUMDIVIDENDO	0.020236690	0.671990905	0.6885420	0.16907814
	NODIRECMANG	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH	NOSUBSID
ROIC	0.01537191	0.01512488	0.02101478	0.03383664
MARKETCAP	0.50149830	0.23378131	0.49462198	0.58800099
MARKETCAPITALIZATION	0.48987300	0.26596828	0.46745496	0.58219124
NODVISOR	0.29557949	0.24663893	0.20542218	0.24131850
NODIRECMANG	1.00000000	0.36833713	0.61692899	0.45664440
NOCOMPINGROUP	0.36833713	1.00000000	0.13975109	0.31447845
NOSHAREH	0.61692899	0.13975109	1.00000000	0.48671934
NOSUBSID	0.45664440	0.31447845	0.48671934	1.00000000
NOADVISOR2	0.35602947	0.27840327	0.29008279	0.35182299
OWNNOTMAN	0.24770242	0.13369792	0.19658047	0.14327818
NUMDIVIDENDO	0.45699483	0.25137674	0.56446748	0.47562960
	OWNNOTMAN	NUMDIVIDENDO		
ROIC	-0.02218342	0.02023669		
MARKETCAP	0.12902030	0.67199090		
MARKETCAPITALIZATION	0.12360807	0.68854196		
NODVISOR	0.01661561	0.16907814		
NODIRECMANG	0.24770242	0.45699483		
NOCOMPINGROUP	0.13369792	0.25137674		
NOSHAREH	0.19658047	0.56446748		
NOSUBSID	0.14327818	0.47562960		
NOADVISOR2	-0.09903876	0.20634160		
OWNNOTMAN	1.00000000	0.13747049		
NUMDIVIDENDO	0.13747049	1.00000000		

```
> cor.test(MARKETCAP,MARKETCAPITALIZATION) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: MARKETCAP and MARKETCAPITALIZATION

t = 85.381, df = 188, p-value < 2.2e-16

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

```
0.9831853 0.9904874
sample estimates:
  cor
0.9873495
```

```
> cor.test(NODVISOR,NOADVISOR2) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

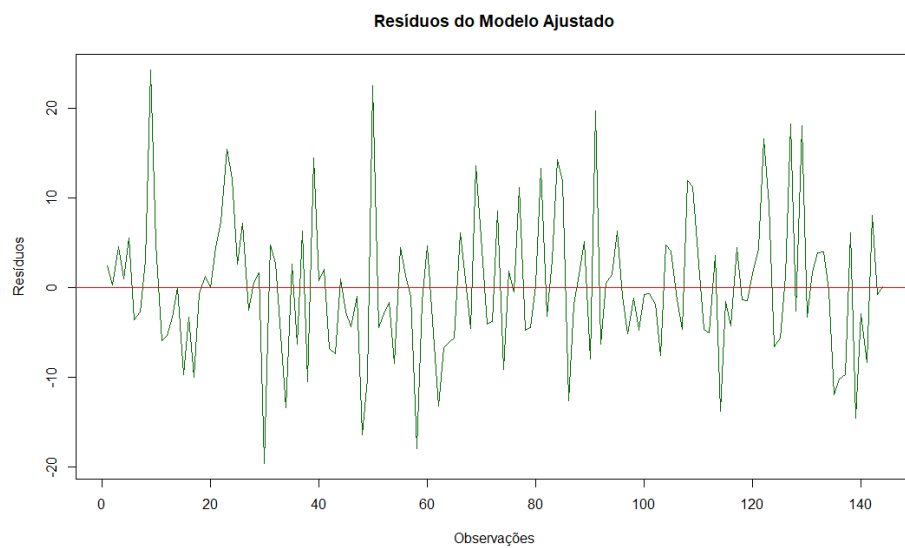
```
data: NODVISOR and NOADVISOR2
t = 9.308, df = 188, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 0.4557462 0.6518924
sample estimates:
  cor
0.5616607
```

```
> cor.test(NODIRECMANG,NOSUBSID) #excluir uma delas
```

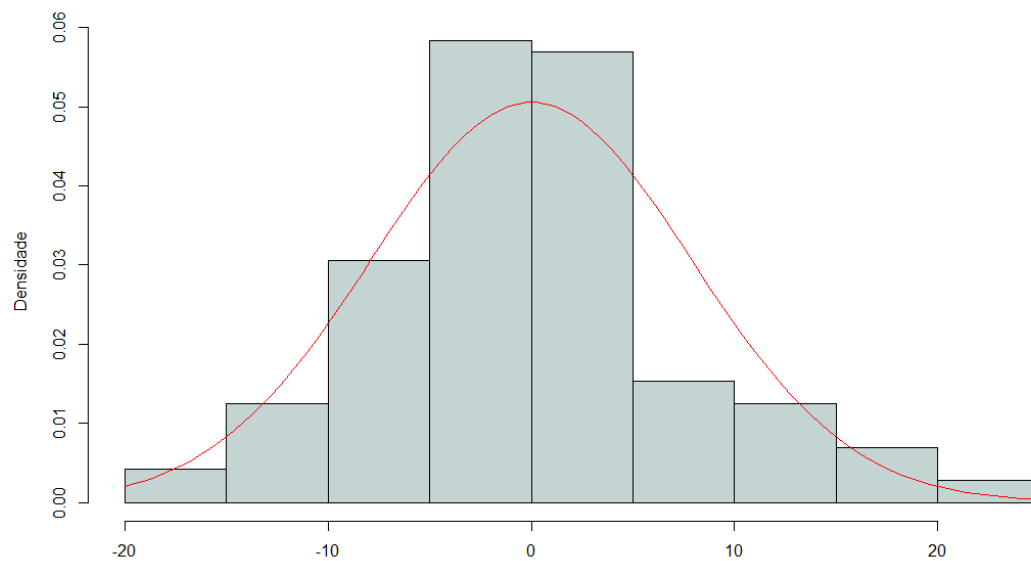
Pearson's product-moment correlation

```
data: NODIRECMANG and NOSUBSID
t = 7.0378, df = 188, p-value = 3.545e-11
alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0
95 percent confidence interval:
 0.3361419 0.5624366
sample estimates:
  cor
0.4566444
```

4.1.3. Pós-regressão



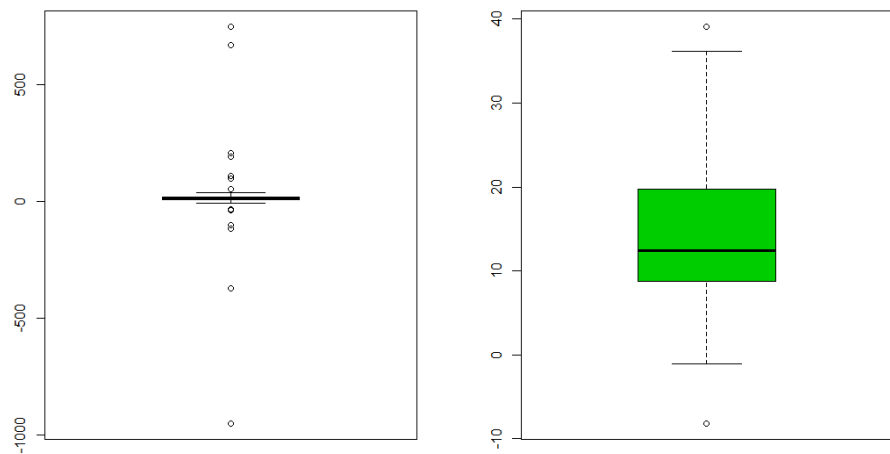
- **Normalidade por Shapiro-Wilk**



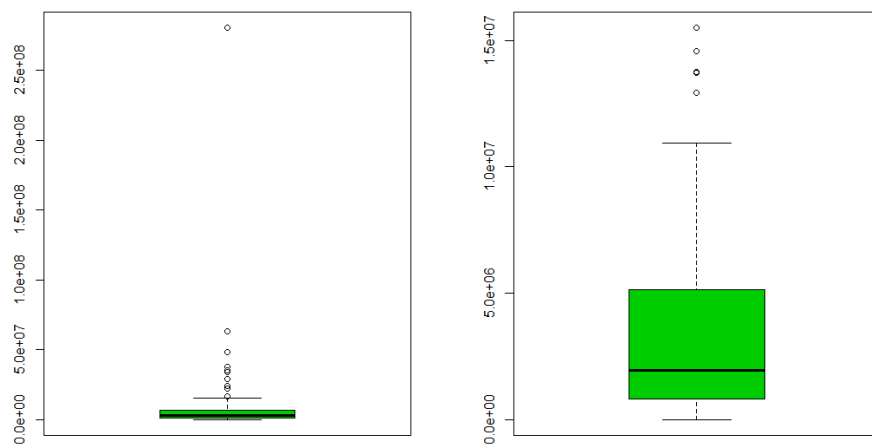
4.2. Brasil (dados de 2015)

4.2.1. Tratamento de *outliers*

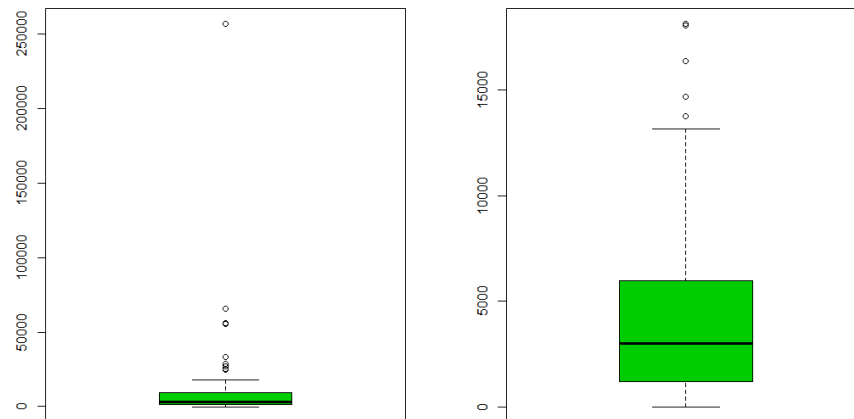
Variável ROIC antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAP antes e após a remoção de *outliers*



Variável MARKETCAPITALIZATION antes e após a remoção de *outliers*



4.2.2. Correlação e seleção de variáveis

	ROIC	MARKETCAP	MARKETCAPITALIZATION	NODVISOR
ROIC	1.000000000	0.011310845	0.017237720	-0.021357923
MARKETCAP	0.011310845	1.000000000	0.991281750	0.003072316
MARKETCAPITALIZATION	0.017237720	0.991281750	1.000000000	0.008281487
NODVISOR	-0.021357923	0.003072316	0.008281487	1.000000000
NODIRECMANG	-0.003891801	0.086809960	0.129950977	0.012178427
NOCOMPINGROUP	0.272485707	0.263470471	0.265147935	-0.077344922
NOSHAREH	0.006008408	0.218677733	0.258558496	0.129893749
NOSUBSID	0.076873491	-0.029838075	-0.017116707	-0.052706076
NOADVISOR2	0.051901752	-0.077144879	-0.067483230	0.512725228
OWNNOTMAN	0.125072744	0.092356417	0.101582629	0.054315266
NUMDIVIDENDO	0.146746290	-0.064918404	-0.053937049	-0.060102721
	NODIRECMANG	NOCOMPINGROUP	NOSHAREH	NOSUBSID
ROIC	-0.003891801	0.272485707	0.006008408	0.076873491
MARKETCAP	0.086809960	0.263470471	0.218677733	-0.029838075
MARKETCAPITALIZATION	0.129950977	0.265147935	0.258558496	-0.017116707
NODVISOR	0.012178427	-0.077344922	0.129893749	-0.052706076
NODIRECMANG	1.000000000	0.091208217	0.278063197	0.031451911
NOCOMPINGROUP	0.091208217	1.000000000	0.004761705	0.41832975
NOSHAREH	0.278063197	0.004761705	1.000000000	0.149720557
NOSUBSID	0.031451911	0.418329752	0.149720557	1.000000000
NOADVISOR2	0.111688955	0.294022904	-0.049879832	-0.01046720
OWNNOTMAN	0.131083437	0.037766593	0.048513579	-0.16392397
NUMDIVIDENDO	0.013117437	-0.147997378	0.122714885	-0.04099531
	NOADVISOR2	OWNNOTMAN	NUMDIVIDENDO	
ROIC	0.051901752	0.125072744	0.146746290	
MARKETCAP	-0.077144879	0.092356417	-0.064918404	
MARKETCAPITALIZATION	-0.067483230	0.101582629	-0.053937049	
NODVISOR	0.512725228	0.054315266	-0.060102721	
NODIRECMANG	0.111688955	0.131083437	0.013117437	
NOCOMPINGROUP	0.294022904	0.037766593	-0.147997378	
NOSHAREH	-0.049879832	0.048513579	0.122714885	
NOSUBSID	-0.01046720	-0.16392397	-0.04099531	
NOADVISOR2	1.000000000	0.13690174	-0.19095759	
OWNNOTMAN	0.13690174	1.000000000	0.17761939	
NUMDIVIDENDO	-0.19095759	0.17761939	1.000000000	

```
> cor.test(MARKETCAP,MARKETCAPITALIZATION) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: MARKETCAP and MARKETCAPITALIZATION
 t = 68.542, df = 83, p-value < 2.2e-16
 alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.9865908 0.9943364

sample estimates:

cor

0.9912817

```
> cor.test(NODVISOR,NOADVISOR2) #excluir uma delas
```

Pearson's product-moment correlation

data: NODVISOR and NOADVISOR2

t = 5.4407, df = 83, p-value = 5.255e-07

alternative hypothesis: true correlation is not equal to 0

95 percent confidence interval:

0.3363562 0.6543462

sample estimates:

cor

0.5127252

VARIÁVEIS NÃO SIGNIFICATIVAS

4.2.3. Pós-regressão

- Normalidade por Shapiro – Wilk
- Autocorrelação por Durbin-Watson
- Homocedasticidade