

VALOR DA EMPRESA E SUA RELAÇÃO COM INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Francisca Francivânia Rodrigues Ribeiro Macêdo

Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da
Universidade Regional de Blumenau – FURB
Rua Antônio da Veiga, 140. Victor Konder. Blumenau – SC
E-mail: _francymacedo2011@gmail.com
Telefone: (47) 33210938

Geovanne Dias de Moura

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da
Universidade Regional de Blumenau – FURB
Rua Antônio da Veiga, 140. Victor Konder. Blumenau – SC
E-mail: geomoura@terra.com.br
Telefone: (47) 33210938

Nelson Hein

Pós Doutorado em Matemática no Instituto Nacional de
Matemática Pura e Aplicada – IMPA/Brasil
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade Regional de Blumenau – FURB
Rua Antônio da Veiga, 140. Victor Konder. Blumenau – SC
Telefone: (47) 3321 0565 E-mail: hein@furb.br

RESUMO

O estudo objetiva verificar se maior participação acionária dos investidores institucionais e melhores práticas de governança corporativa contribuem para o aumento de valor da empresa. Realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental, com consulta ao balanço patrimonial; notas explicativas; relatórios de administração; IANs - relatórios de informações anuais disponíveis no site da BM&FBovespa e websites das organizações. A amostra compreendeu as maiores empresas de cada setor econômico da BM&FBovespa que possuíam investidores institucionais como acionistas, totalizando 51 empresas. Para a análise dos dados, foram usadas medidas de estatísticas descritivas (médias, mínimos, máximos e desvio padrão) e análise multivariada de dados por meio da técnica de regressão linear e correlação de Pearson. Os resultados indicaram um ambiente com possibilidade de conflitos, em virtude da alta concentração de capital. Verificou-se uma proporção média de 23% de investidores institucionais no capital social das empresas. Em relação às práticas de governança corporativa, captadas de acordo com o índice elaborado por Silveira (2004), obteve-se um índice médio de 70%. Os dados demonstraram uma relação positiva e significativa entre investidores institucionais e boas práticas de governança corporativa, no entanto, as duas variáveis quando consideradas como variáveis preditivas não possuem poder estatisticamente significativo de explicação em relação a variável preditora (valor da empresa).

Palavras-chave: Investidores institucionais; Governança corporativa; Valor da empresa.

Área Temática: Contabilidade para Usuários Externos.

1 INTRODUÇÃO

A forte concentração de capital é uma característica nas empresas brasileiras de capital aberto, assim como em diversos países, conforme citado nos estudos de Valadares e Leal (2000), Silveira (2004), Campos (2006), Okimura, Silveira e Rocha (2007), Correia e Amaral (2009). Em ambientes com essa característica os acionistas majoritários possuem alto poder de controle, possibilitando o uso de recursos da empresa em benefício próprio, enquanto os acionistas minoritários arcam de maneira parcial com os custos (OKIMURA, SILVEIRA e ROCHA, 2007), tendo muitas vezes seus recursos expropriados.

Os conflitos mais relevantes são observados na relação entre acionistas minoritários e majoritários, tratados na literatura, pela teoria da agência (LA PORTA *et al.*, 1999; VALADARES e LEAL, 2000; DUTRA e SAITO, 2002; SILVEIRA, 2004). Como forma de minimizar os referidos conflitos e consequentemente proteger os acionistas minoritários, eis que surgem as práticas de governança corporativa, que ganharam força e importância no Brasil na medida em que o mercado de capitais começou a se desenvolver no país, e que possuem como principal objetivo, garantir maior transparência nas decisões tomadas pelos controladores (SILVEIRA, 2004; SILVA, 2006; SANTOS, 2009).

À medida que o mercado de capitais se desenvolve aumenta também o número de investidores institucionais, como fundos mútuos de investimento, entidades fechadas de previdência privada e seguradoras (PUNSUVO, 2006). Esses se tratam de grupos constituídos por investidores individuais que juntos ganham força e detêm mais ações em relação a um único acionista ordinário individual, vistos como investidores de longo prazo que normalmente desempenham um papel ativo no monitoramento das decisões gerenciais, portanto, contribuem para a melhoria das práticas de governança corporativa nas empresas que recebem seus investimentos (TAN e KEEPER, 2008).

Diante do exposto, o objetivo norteador desta pesquisa é verificar se maior participação acionária dos investidores institucionais e melhores práticas de governança corporativa contribuem para o aumento de valor da empresa. A motivação para este estudo decorre da crescente visibilidade e interesse que a governança corporativa vem despertando em empresas e pesquisadores nos últimos anos, logo, estudar a relação entre investidores institucionais e a governança corporativa torna-se relevante e desafiador à medida que pode contribuir para fortalecer o entendimento sobre o tema.

O estudo está estruturado em sete seções, iniciando com essa introdução. Em seguida, apresenta-se o referencial teórico, que aborda conflitos de agência, governança corporativa e investidores institucionais. Após, descreve-se a metodologia utilizada para o desenvolvimento da pesquisa. Consecutivamente, evidencia-se a descrição e a análise dos dados e, por último, apresentam-se as considerações finais do estudo, acompanhadas das referências que embasaram empírica e teoricamente a pesquisa.

2 CONFLITOS DE AGÊNCIA

Diante do considerável crescimento e desenvolvimento das entidades, tornou-se cada vez mais comum o fato do proprietário-fundador vir a ceder às atribuições típicas da gestão, a um gestor profissional, que em tese, deveria agir conforme os direcionamentos do proprietário. Ao haver essas delegações de responsabilidades, surgem conflitos entre o gestor (agente) e o proprietário (principal), visto que, o primeiro (*insider*) pode não reunir todo o empenho para concretizar os objetivos traçados pelos últimos (*outsider*). Observa-se, então, que a separação entre propriedade e controle abriu espaço para que despontasse uma importante falha de mercado – a assimetria informacional entre agente e principal, o clássico problema de agência.

No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas poderiam limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais

apropriados a ele, entretanto, os acionistas incorreriam em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, incidindo aí os chamados custos de agência (SAITO e SILVEIRA, 2008). Tais custos representam o somatório: dos custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; das despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; dos gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; das perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal (JENSEN e MECKLING, 1976).

A literatura sobre esses assuntos é vasta e, vários estudos foram desenvolvidos em áreas correlatas, possibilitando ampliação da compreensão do funcionamento das empresas. Entre esses estudos, destacam-se: sobre custos de agência Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975); sobre o grau de concentração Siqueira (1998), Valadares e Leal (2000), Saito (2002), Okimura (2003), Carvalhal-da-Silva (2004), Silveira *et al.* (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2004), Silveira, Barros e Fama (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005).

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A temática governança corporativa encontra-se disseminada no meio acadêmico e empresarial, contudo, Carlsson (2001) comenta que somente a partir da década de 1990 foi que o termo tornou-se habitual. Para Silva (2006, p. 16) “[...] governança corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia, protegendo investidores, empregados e credores, facilitando, assim, o acesso ao capital”.

Todavia, os mecanismos de governança corporativa não são simétricos nos diferentes países. Shleifer e Vishny (1997) apontam que as empresas nos Estados Unidos e no Reino Unido, por exemplo, dependem de muita proteção legal aos investidores e que a alta concentração acionária é incomum, possivelmente pelas características do mercado acionário muito pulverizado, portanto, uma proteção legal eficiente é fundamental. Já nos outros países, o controle acionário é concentrado na propriedade familiar de modo acentuado.

No Brasil, particularmente, a discussão sobre governança despontou nos últimos anos e cresce continuamente. Consoante Azevedo (2002), a fórmula da boa governança no Brasil tem como principal elemento a proteção ao acionista minoritário, dedicando-se aqui, a combater um inimigo principal: o controle concentrado do capital.

Observa-se que o objeto da governança corporativa é de extrema importância prática, uma vez que mesmo nas economias mais avançadas há uma grande preocupação em se desenvolver mecanismos que protejam os proprietários do capital. Esses mecanismos, segundo Shleifer e Vishny (1997), são de cunho econômico e legal, e podem ser ajustados através de processo político.

Segundo Cova e Santos (2007) existe uma forte correlação entre as práticas adotadas de governança corporativa e o grau de desenvolvimento de uma nação. Ainda conforme os autores existem evidências de que as melhores práticas de governança implicam num maior acesso por parte das empresas às instituições que podem financiar seus investimentos, com menores escores de risco, e, conseqüentemente, impondo menores custos de capital.

Vê-se, então, que os conjuntos das ações impostas pelas boas práticas de governança buscam, entre outros, proporcionar o surgimento de um ambiente de maior segurança e confiabilidade no que concerne aos atos e práticas empresariais, além de deixar a empresa menos exposta aos riscos externos e de gestão, aumentando, conseqüentemente, o grau de confiança dos investidores. Contudo, além dos mecanismos externos de governança, as empresas dispõem de recursos internos que permitem que haja esse alinhamento de interesses. Por exemplo, o conselho de administração é considerado um dos mais importantes mecanismos internos.

Shleifer e Vishny (1986) afirmam que, mesmo na hipótese dos acionistas elegerem os

membros do conselho de administração, aqueles que foram eleitos não necessariamente podem vir a representar os interesses do principal. Denis e McConnell (2003) afirmam que a estrutura acionária da empresa e o tamanho da posição do investidor são importantes mecanismos de governança, pois os investidores podem exercer controle sobre a empresa.

O advento da boa governança promoveu substanciais mudanças no comportamento dos investidores, sobretudo naqueles que capitalizam poupanças de longo prazo para o pagamento de benefícios e pensões, cujos efeitos de gestão repercutirão por um longo período de tempo (COVA e SANTOS, 2007). Conquanto, não haveria necessidade do debate sobre governança caso estivéssemos em um mundo na qual todas as contingências futuras pudessem ser descritas *ex ante* nos contratos (ZINGALES, 1998, p.16).

4 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Os investidores institucionais revelam-se, a cada dia, como indispensáveis peças para sanear os conflitos de agência, visto que desempenham um papel importante para assegurar a boa governança dos seus investimentos nas empresas. Tan e Keeper (2008) enfatizam que esse argumento se baseia no fato de que, tais investidores por meio de ações de propriedade concentrada, juntamente com a força financeira e competências da instituição são capazes de efetivamente superar o problema da participação difusa.

Segundo Daily *et al.* (1996), o ativismo de investidores institucionais, particularmente dos fundos de pensão, pode levar a mudanças em alguns aspectos da governança, como o aumento de conselheiros externos, eliminação de alguns recursos que limitam processos de tomada de controle (*takeover*), separação dos cargos de presidente executivo e presidente do conselho de administração etc. Essa linha de raciocínio poderia levar à hipótese de que quanto maior a participação acionária dos investidores institucionais, melhor seriam as práticas de governança (PUSUVO, 2007).

Na literatura, existe uma vertente que enfoca o papel desempenhado por investidores institucionais na governança. Por exemplo, Chung e Zhang (2009) constataram que quanto maior a fração de ações detida por investidores institucionais, melhores são as práticas de governança. Em um levantamento dos investidores institucionais, McCahery, Sautner e Starks (2008) entendem que a governança corporativa é importante para os investidores institucionais, e que muitas instituições estão dispostas a participar do ativismo dos acionistas.

Vários estudos no Brasil, também analisaram questões relacionadas à influência da estrutura acionária. Silva (2006) analisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de distribuição de dividendos de empresas brasileiras. Okimura (2003) estudou a relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor e desempenho das empresas brasileiras não-financeiras privadas.

Viu-se que os investidores institucionais ao participarem de grandes blocos de controle de empresas podem ser chamados de controladores. Vale ressaltar, no entanto, que, no caso dos fundos de pensão, em função de restrições legais, estes são minoritários por excelência. Esses investidores representam hoje a maior fonte de recursos de longo prazo da economia, tanto para investimentos diretos quanto indiretos e através de suas atitudes dentro do ambiente organizacional, mostram-se como importante mecanismo de controle dos interesses dos *outsiders*, bem como, diminuidores dos conflitos de agência.

5 GOVERNANÇA CORPORATIVA VERSUS VALOR DA EMPRESA

A criação de valor pelas organizações induz os gestores a realizarem, aos proprietários e investidores de suas companhias, que sua estratégia de operações cria valor, ao invés de destruir. No caso da empresa para criar valor, o gestor precisa apresentar aos seus superiores o planejamento de estratégia que vise sua sustentabilidade e aumento de valor a longo prazo.

Percebe-se, então, a existência de uma vasta literatura que enfoca a relevância do nível

de valor das empresas com a governança corporativa. Becht, Bolton e Roell (2003) e Denis e McConnell (2003) fornecem revisões desses estudos. Por exemplo, no tocante aos EUA, os autores mostram que o valor da entidade está relacionado com os índices de nível de governança da empresa, podendo essa assertiva ser constatada em diversos estudos – Gompers, Ishii, e Metrick (2003), Bebchuk e Cohen (2005), Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009).

Além dos EUA, os autores constataram que há evidências de uma relação positiva entre governança e o valor da empresa, e que os acionistas minoritários beneficiam-se quando há uma melhor governança, complementam ainda que tal afirmação pode ser conferida nos relatos de Doidge, Karolyi e Stulz (2003), Durnev e Kim (2005), Dahya, Dimitrov e McConnell (2008), Aggarwal *et al.* (2009).

Da Silva (2004) realizou estudo sobre os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil. Os resultados dos testes revelaram que existe relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança e valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras.

Percebe-se, então, que o novo modelo de gestão tem como cerne a sustentabilidade, em que as empresas públicas e privadas tem como desafio gerar resultados com base em princípios sólidos de criação de valor, cujo reconhecimento possa ser percebido por todas as pessoas envolvidas com as organizações (BEYS; OLIVEIRA, 2008).

6 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo proposto no artigo, realizou-se pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, realizada por meio de pesquisa documental. A pesquisa descritiva, conforme Martins (1994, p. 28), objetiva “[...] a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis e fatos”.

Em relação à pesquisa documental, Raupp e Beuren, (2008, p. 89) descrevem que “[...] baseia-se em materiais que ainda não receberam um tratamento analítico ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”. Os autores mencionam ainda que “[...] sua notabilidade é justificada no momento em que se podem organizar informações que se encontram dispersas, conferindo-lhe uma nova importância como fonte de consulta”.

Para o desenvolvimento do estudo, os dados foram coletados a partir das notas explicativas, relatórios da administração e informações anuais - IANs (documento que contém informações corporativas, dentre as quais, constam informações sobre o conselho de administração), disponibilizados no *site* da BM&FBovespa referente ao ano base de 2009, também foram realizadas consultas nos *sites* das empresas que compõem a amostra.

A abordagem utilizada no estudo é de natureza quantitativa. Martins e Theóphilo (2007, p. 103) afirmam que nesse tipo de pesquisa, “[...] o pesquisador, dependendo da natureza das informações, dos dados e das evidências levantadas, poderá empreender uma avaliação quantitativa, isto é: organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”. Para atingir o objetivo do estudo, as análises foram realizadas utilizando-se de estatística descritiva (médias, mínimos, máximos e desvio padrão), além da análise de correlação.

A população objeto do estudo é composta pelas empresas listadas em todos os setores da BM&FBovespa. A amostra é considerada intencional não probabilística, compreendendo as 10 maiores empresas de cada setor econômico, usando como critério de análise o ativo total, contudo, ressalta-se que foram selecionadas apenas àquelas que possuíam investidores institucionais como acionistas, portanto, a amostra final foi composta por 51 empresas. A justificativa para a escolha das dez maiores empresas de cada setor recai na representatividade que possuem em seus respectivos setores econômicos.

Inicialmente verificou-se a concentração de capital por parte do controlador com

auxílio do *software* Ucinet 6.0, em seguida foi calculado para cada empresa o índice de investidores institucionais, caracterizado pelo percentual de ações que possuíam em relação ao total de ações da companhia no ano de 2009. Salienta-se, todavia, que em ambos os casos, o dados foram obtidos por meio das IANs disponíveis no *site* da BM&FBovespa.

Na sequência, calculou-se o índice de governança corporativa elaborado de acordo com o estudo de Silveira (2004). O índice apresenta quatro dimensões que tem como objetivo avaliar as práticas de governança corporativa, entre elas: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. Destaca-se ainda que foi elaborado a partir de recomendações constantes no código de melhores práticas de governança do IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e da Comissão de Valores Mobiliários, além de aspectos descritos na obra de Jensen (2001).

Essa forma de avaliação das práticas de governança, por meio de índices semelhantes já foi realizada por outros pesquisadores, entre eles: Kappler e Love (2002), Black, Jang e Kim, (2006), Leal e Carvalhal-da-Silva (2007), Lopes e Walker (2008) e Silveira *et al.* (2010), e segundo estes autores a vantagem da utilização de índices refere-se ao fato de poderem ser coletados manualmente por meio de fontes públicas de informação, não tendo, assim, a necessidade de aplicação de questionários, ato que pode resultar numa baixa taxa de respondentes. Além do mais, tais índices são transparentes e de fácil replicação, uma vez que não requerem julgamentos subjetivos e são facilmente interpretados.

O Quadro 1 contempla as referidas dimensões da governança corporativa e as 20 perguntas que formam o índice e devem ser divulgadas no *site* das empresas, nas IANs, notas explicativas e relatórios da administração.

Dimensão de Governança Corporativa		Pergunta para construção do Índice de Governança Corporativa
Acesso às Informações	1	É possível obter o relatório de administração (RA) da companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos à governança corporativa?
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngue e possui uma seção de Relações com os Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O RA ou outro documento explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP; IAS-GAAP; CPC e Lei 11.638/07?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, EBITDA, etc.)?
	10	O RA, <i>website</i> ou outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio com base em alguma medida de lucro econômico?
Estrutura do Conselho de Administração	11	Os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do CA é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado não superior a 2 anos?
	15	A empresa possui acordo de acionistas?
Estrutura de Propriedade e Controle	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O controlador possui menos que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?

Fonte: Adaptado de Silveira (2004, p. 99-100)

Quadro 1 – Dimensões de Governança Corporativa

Na formação do índice de governança corporativa, as respostas foram binárias (0 e 1), sendo 1 para as informações que representaram boas práticas de governança corporativa e 0 para aquelas que não possuíam. Todas as questões receberam o mesmo peso e ao final cada empresa obteve uma pontuação que variou de 0% (pior) a 100% (melhor).

Objetivando facilitar o processo de coleta, foram utilizadas planilhas do *Microsoft Excel* para calcular o índice de investidores institucionais e o índice de governança corporativa.

Em seguida, para atingir o objetivo do estudo, utilizou-se como procedimentos estatísticos a análise multivariada de dados por meio da técnica de dependência, análise regressão linear simples, que segundo Hair *et. al* (2005) é o método de análise apropriado quando o problema de pesquisa envolve uma única variável dependente métrica relacionada a uma variável independente por vez, com o objetivo de verificar se entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa, maior participação acionária dos investidores institucionais e melhores práticas de governança corporativa contribuem para o aumento de valor da empresa.

A função da regressão linear assume a seguinte forma:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i$$

Onde:

Y_i é o i-ésimo valor da variável resposta (dependente);

β_0 é o intercepto (constante);

β_1 é o coeficiente de cada variável (coeficiente angular);

X_i é o i-ésimo valor da variável preditora (independente);

ε_i é o termo do erro aleatório.

Utilizou-se ainda, na análise estatística, o teste de Kolmogorov-Smirnov para testar se a distribuição amostral possuía normalidade dos dados. O resultado do teste foi positivo, dessa forma, optou-se por utilizar o coeficiente de correlação de Pearson para verificar, de maneira geral, entre todos os setores, a correlação existente apenas entre práticas de governança corporativa e participação acionária dos investidores institucionais.

7 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Inicia-se pela apresentação do percentual do capital total e votante dos controladores das 51 empresas analisadas no ano de 2009. Em seguida, descreve-se a proporção de investidores institucionais no capital social e o índice de governança corporativa das empresas. Na sequência, demonstram-se os resultados da regressão linear que possibilitou alcançar o objetivo do estudo. Por fim, apresentam-se os resultados da correlação de Pearson que permitiu, de maneira complementar, verificar se as empresas com maior participação acionária de investidores institucionais apresentaram melhores práticas de governança corporativa.

Nota-se na Figura 1 que em 32 empresas, das 51 analisadas, os controladores possuíam menos de 50% do capital total, de maneira geral, a maior concentração de capital ocorre nos controladores que possuíam entre 31% e 40% do capital total.

Entre as empresas do setor de bens industriais a maior concentração do capital ocorreu com os controladores que possuíam entre 21% e 40% do capital total, ressalta-se que este foi o único setor que não possuía nenhuma empresa em que o controlador detinha a cima de 60% do capital. As empresas do setor de construção e transporte também apresentaram características semelhantes, porém, com a maioria das empresas com controladores que possuíam entre 31 e 40% do capital total.

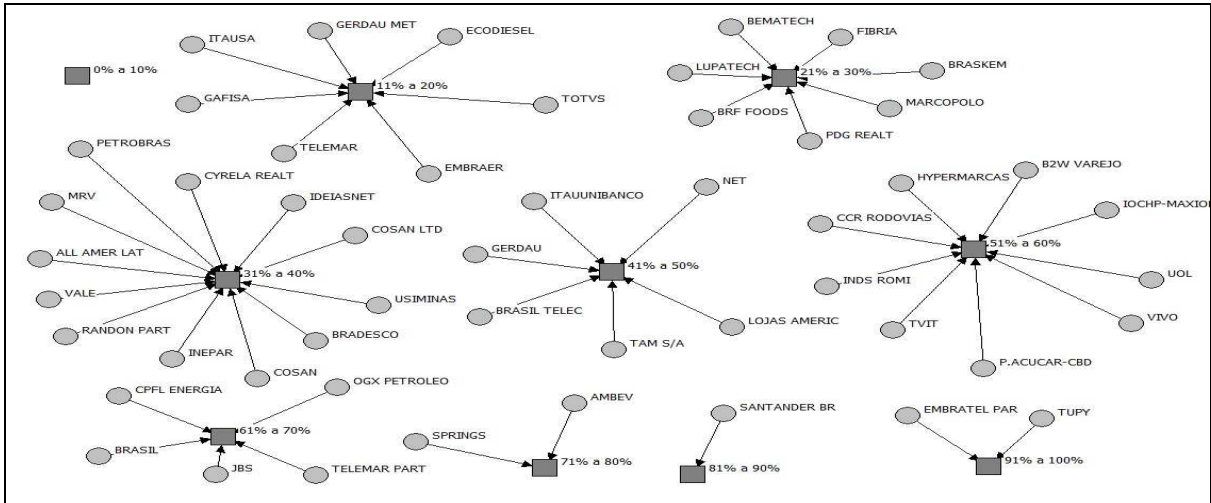


Figura 1 – Percentual do capital total do controlador das empresas da amostra no ano de 2009
 Fonte: Dados da pesquisa.

Entre as empresas do setor financeiro, materiais básicos, petróleo, gás e biocombustíveis, tecnologia da informação e telecomunicações a concentração maior do capital também ocorre com os controladores que possuíam menos de 50% do capital total, porém, cabe destacar que os setores de consumo não cíclico, financeiro e de materiais básicos possuíam controladores com altos níveis de concentração do capital (71% a 90%). Nos setores de consumo cíclico, não cíclico e utilidade pública havia maior concentração com os controladores que possuíam a cima de 50% do capital total.

No entanto, em muitos casos, o controlador possuía maiores percentuais de ações ordinárias (direitos de voto) do que percentuais de capital total, que lhe proporcionam maiores possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas externos, conforme é possível verificar na Figura 2.

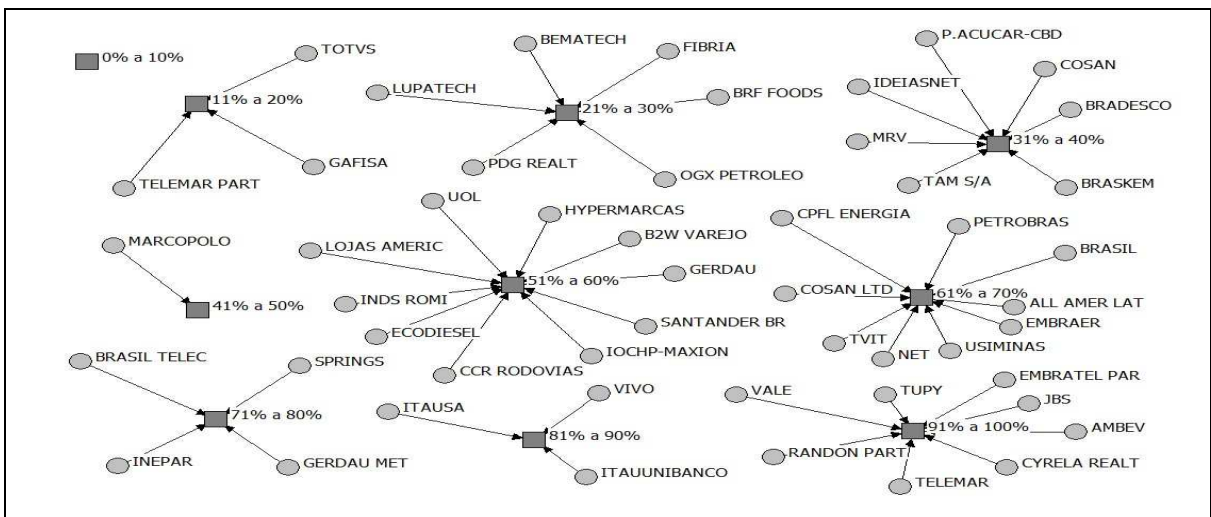


Figura 2 – Percentual do capital votante do controlador das empresas da amostra no ano de 2009
 Fonte: Dados da pesquisa.

Percebe-se na Figura 2, que entre as empresas analisadas, 15 delas possuíam concentração entre 71% e 100% e 19 delas entre 51% e 70%, sendo assim, 34 empresas, número que equivale a 67% da amostra, possuíam capital votante superior a 50%.

Diante disso, verifica-se que a concentração de capital votante por parte do controlador

é alta e bastante superior a concentração de capital total, podendo sim, resultar em ambiente de conflitos entre os acionistas controladores e os demais *stakeholders* envolvidos no ambiente organizacional.

O setor de construção e transporte com 4 empresas com controladores possuindo menos de 50% do capital votante, é o setor que possuía o maior número de empresas em que o controlador detém um capital votante abaixo de 50% do total. As empresas dos setores de consumo de petróleo, gás e biocombustíveis e tecnologia da informação não possuíam controladores com capital votante a cima de 70%, no entanto, no setor de petróleo, gás e biocombustíveis a maioria das empresas possuíam capital votante entre 51 e 70% de posse do controlador.

Na sequência, apresenta-se na Tabela 1, as estatísticas descritivas da proporção de investidores institucionais em relação ao total de ações da companhia no ano de 2009.

Tabela 1 – Proporção de Investidores Institucionais do ano de 2009 de acordo com os setores da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	N^o empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Bens industriais	8	11	59	33	14
Construção e transporte	7	6	38	21	12
Consumo cíclico	4	3	22	15	8
Consumo não cíclico	7	12	62	26	17
Financeiro e outros	5	7	24	16	7
Materiais básicos	6	4	34	20	13
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	11	43	25	16
Tecnologia da informação	5	8	24	18	7
Telecomunicações	2	25	27	26	1
Utilidade pública	4	23	48	32	11
Índice de Investidores Institucionais	51	3	62	23	13

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível observar em relação à proporção de investidores institucionais no capital social das empresas da amostra, por meio da Tabela 1, que o setor econômico de bens industriais se destacou, pois apresentou a maior proporção média de investidores institucionais no capital social, equivalente a 33%. A proporção mínima nesse setor foi de 11% e o máximo foi de 59%. O desvio padrão de 14% demonstra uma variação considerável entre os percentuais desse setor.

Observa-se ainda, na Tabela 1, que os setores de consumo cíclico e materiais básicos; compostos por empresas de embalagens, madeira e papel, empresas de mineração, químicas, siderúrgicas e metalúrgicas, eletrodomésticos entre outros; possuíam as empresas com menores proporções de investidores institucionais da amostra com apenas 3% e 4% do total de ações. Os setores de construção e transporte e financeiro também possuíam empresas com baixa proporção de investidores institucionais, com 6% e 7% respectivamente.

O setor de consumo não cíclico; constituído por agropecuárias, empresas de alimentos processados, bebidas, comércio e distribuição, fumo, produtos de uso pessoal e limpeza, saúde; possuía a empresa com maior proporção de investidores institucionais com 62% do total de ações. Os setores de bens industriais e utilidade pública também se destacaram com empresas que continham proporções mais elevadas de investidores institucionais.

De forma geral, entre as 51 empresas analisadas, têm-se uma proporção média de 23%. A empresa com menor proporção de investidores institucionais possui somente 3% de posse destes, enquanto que a maior proporção de investidores institucionais é equivalente a 62%. Cabe destacar que nenhuma empresa ultrapassou uma proporção maior que 65%, no

entanto, percebe-se uma boa representatividade de investidores institucionais no capital social das empresas.

As empresas que recebem investimentos de investidores institucionais, de acordo com Tan e Keeper (2008), podem apresentar melhoria das práticas de governança corporativa. Na sequência, na Tabela 2 são descritas, as estatísticas descritivas do índice de governança corporativa das empresas de cada setor econômico, elaborado de acordo com o estudo de Silveira (2004).

Tabela 2 - Índices de governança corporativa do ano de 2009 de acordo com os setores da BM&FBovespa

Setor econômico da BM&FBovespa	N ^o empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Bens industriais	8	55	85	73	10
Construção e transporte	7	40	85	66	16
Consumo cíclico	4	45	75	61	13
Consumo não cíclico	7	45	85	69	13
Financeiro e outros	5	70	80	74	4
Materiais básicos	6	50	80	70	12
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	65	85	76	10
Tecnologia da informação	5	45	75	65	12
Telecomunicações	2	75	75	75	0
Utilidade pública	4	60	85	74	11
Índice de Governança Corporativa	51	40	85	70	12

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 2, que a melhor média (76%) refere-se ao setor de petróleo, gás e biocombustível. O índice mínimo desse setor foi de 65%, obtido pela companhias, Ogx Petróleo, e o máximo foi de 85%, conquistado pela companhia Petrobrás. O desvio padrão desse setor foi de 10%, demonstrando uma certa homogeneidade entre as práticas de governança corporativa das empresas nesse setor.

As empresas dos setores de telecomunicações, financeiros e outros e utilidade pública também se destacaram com índices médios de 75% e 74%. O desvio padrão desses setores, também foi baixo, demonstrando semelhança entre as práticas de governança corporativa.

Percebe-se ainda, na Tabela 2, que o setor de construção e transporte possuía a empresa com menor índice de governança corporativa da amostra, com apenas 40% das práticas consideradas necessárias por Silveira (2004), o índice máximo do setor foi de 85.

De forma geral, têm-se um índice médio de governança de 70%, muito distante de 100%. A empresa com menor índice alcançou somente 40% de um total de 20 itens analisados, enquanto que o máximo atingindo foi de 85%. Ressalta-se o fato de que nenhuma empresa atingiu 100% de adesão às práticas de governança corporativa analisadas.

No entanto, ao comparar os resultados atuais com os de Lopes e Walker (2008) que investigaram a qualidade das práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras nos anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e obtiveram um índice médio no período de 26% e com os de Silveira *et al.* (2010) no mesmo período pesquisado por Lopes e Walker (2008) que encontraram um índice médio de 41,6% (de um total de 24) em 1998 que evoluiu apenas para 50% (de um total de 24) em 2004, percebe-se que as empresas da amostra atual apresentaram melhores práticas de governança corporativa do que as empresas analisadas por esses dois autores até o ano de 2004.

As Tabelas 3 e 4 indicam os resultados da regressão utilizando-se as variáveis de proporção de investidores institucionais no capital social e índice de governança corporativa como variáveis preditivas e o valor da empresa como variável preditora, com o objetivo de verificar se entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da

BM&FBovespa, maior participação acionária dos investidores institucionais e melhores práticas de governança corporativa resultam em aumento de valor da empresa.

Tabela 3 – Investidores institucionais e valor da empresa

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
Bens ind.	0,0337	0,0011	-0,1653	13,5074	0,0011	0,0068	1	6	0,9369	1,1338
Constr. e tran.	0,6788	0,4608	0,3529	0,7203	0,4608	4,2728	1	5	0,0936	1,9266
Cons. Cícl.	0,2910	0,0847	-0,3730	0,1814	0,0847	0,1850	1	2	0,7090	1,0568
Cons não cícl.	0,1075	0,0115	-0,1861	0,2631	0,0115	0,0584	1	5	0,8186	1,7472
Finan. e outr.	0,2778	0,0772	-0,2304	1,6170	0,0772	0,2509	1	3	0,6509	1,9660
Mat. Bás.	0,3889	0,1512	-0,0609	2,9940	0,1512	0,7128	1	4	0,4461	1,9632
Petr., gás e bioc.	0,8716	0,7596	0,5192	5,6580	0,7596	3,1601	1	1	0,3262	1,8342
Tec. Infor.	0,1329	0,0177	-0,3098	0,0290	0,0177	0,0540	1	3	0,8312	1,9978
Telecom.	0,4673	0,2183	-0,1725	3,0841	0,2183	0,5586	1	2	0,5327	1,9480
Ut. pública	0,3064	0,0939	-0,3592	0,5224	0,0939	0,2072	1	2	0,6936	1,4746

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 3, que a coluna “Sig F Change” possui todos os valores superiores a 0,05, sendo assim, os resultados de “R” não foram significantes, de acordo com Hair *et. al* (2005, p. 132) “o coeficiente de correlação R indica a força de associação entre quaisquer duas métricas correspondentes” e o sinal (+ ou -) indica a direção da relação. Neste caso os resultados demonstram que a variável preditiva proporção de investidores institucionais no capital social não possui poder explicativo em relação ao aumento de valor da empresa.

Ressalta-se que o modelo exposto, apresenta um erro padrão da estimativa (SEE) considerado baixo, posto que, varia entre 0,0290 e 13,50. Hair *et al* (2005, p. 132) afirmam que o erro padrão da estimativa “mensura a variação nos valores previstos que podem ser utilizados para desenvolver intervalos de confiança em torno de qualquer valor previsto. É análogo ao desvio padrão em torno de sua média”. Em outras palavras, é uma outra medida de precisão das previsões que são inferidas.

Destaca-se ainda que a estatística *Durbin-Watson*, demonstra que não há problemas de multicolinearidade nos resíduos, já que a estatística *Durbin-Watson* é aproximadamente igual a 2, rejeitando assim, a hipótese de autocorrelação residual.

Tabela 4 - Governança corporativa e valor da empresa

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
Bens ind.	0,2938	0,0863	-0,0660	12,9186	0,0863	0,5669	1	6	0,4800	1,2701
Constr. e tran.	0,5890	0,3469	0,2163	0,7927	0,3469	2,6561	1	5	0,1641	1,8027
Cons. Cícl.	0,5392	0,2908	-0,0638	0,1597	0,2908	0,8200	1	2	0,4608	1,4691
Cons não cícl.	0,5555	0,3085	0,1702	0,2201	0,3085	2,2310	1	5	0,1955	1,9403
Finan. e outr.	0,7729	0,5974	0,4632	1,0680	0,5974	4,4518	1	3	0,1254	1,7876
Mat. Bás.	0,4180	0,1747	-0,0316	2,9523	0,1747	0,8469	1	4	0,4095	1,5401
Petr., gás e bioc.	0,7707	0,5939	0,1878	7,3540	0,5939	1,4626	1	1	0,4399	1,5000
Tec. Infor.	0,6776	0,4591	0,2788	0,0215	0,4591	2,5466	1	3	0,2088	1,6894
Telecom.	0,6463	0,4177	0,1266	0,2823	0,4177	1,4349	1	2	0,3537	1,6480
Ut. pública	0,0154	0,0002	-0,4996	0,5487	0,0002	0,0005	1	2	0,9846	1,8305

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se por meio da Tabela 4, que novamente a coluna “Sig F Change” possui todos os valores superiores a 0,05, sendo assim, os resultados de “R” novamente não foram significantes, apontando que a variável preditiva índice de governança corporativa também não possui poder explicativo em relação ao aumento de valor da empresa.

O modelo apresentou erro padrão da estimativa (SEE) entre 0,0215 e 12,9186, portanto, novamente considerado baixo e a estatística *Durbin-Watson*, demonstrou novamente não haver problemas de multicolinearidade nos resíduos.

De maneira complementar foi ainda verificado se as empresas que possuíam maior participação acionária de investidores institucionais foram as que apresentaram melhores práticas de governança corporativa e, os resultados são apresentados a seguir, na Tabela 5.

Tabela 5 – Correlação entre governança corporativa e investidores institucionais

ÍNDICES	I. Governança Corporativa	I. Investidores Institucionais
I. Governança Corporativa	1	-
I. Investidores Institucionais	0,58**	1

**Correlação estatisticamente significativa ao nível de significância de 0,01

Fonte: Dados da pesquisa.

Por meio da Tabela 5, observa-se que a variável índice de governança corporativa tem uma correlação positiva e moderada de 58% com a variável índice de investidores institucionais, e estatisticamente significativa a um nível de significância de 0,01. Portanto, os resultados sinalizam que entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa, aquelas com maior participação acionária dos investidores institucionais foram as que apresentaram melhores práticas de governança corporativa.

No entanto, as duas variáveis, quando consideradas como variáveis preditivas não possuem poder estatisticamente significativo de explicação, em relação a variável preditora (valor da empresa).

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou verificar se entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa, maior participação acionária dos investidores institucionais e melhores práticas de governança corporativa contribuem para o aumento de valor da empresa. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental, com consulta ao balanço patrimonial; notas explicativas; relatórios de administração; IANs - relatórios de informações anuais disponíveis no *site* da BM&FBovepa e *websites* das organizações. A amostra compreendeu as maiores empresas de cada setor econômico da BM&FBovespa que possuíam investidores institucionais como acionistas, totalizando 51 empresas.

Os resultados demonstraram alta concentração de capital votante por parte do controlador, pois, em 68% das empresas, estes possuíam capital votante superior a 50%, podendo sim, resultar em ambientes de conflitos entre os acionistas controladores e os demais *stakeholders* da empresa.

Em seguida foi calculado para cada empresa o índice de investidores institucionais, caracterizado pelo percentual de ações que possuíam em relação ao total de ações da companhia no ano de 2009. Percebeu-se que o setor econômico de utilidade pública se destacou, apresentando uma proporção média de investidores institucionais equivalente a 34%. De forma geral, encontrou-se uma proporção média de 23%. A empresa com menor proporção de investidores institucionais possui somente 3%, enquanto que a maior proporção de investidores institucionais é equivalente a 62% do capital total.

Na sequência, calculou-se o índice de governança corporativa elaborado de acordo

com o estudo de Silveira (2004) para avaliar as práticas de governança corporativa e observou-se que, o setor de petróleo, gás e biocombustível se destacou com uma média de adoção de 76% de boas práticas de governança corporativa. As empresas dos setores de tecnologia da informação e utilidade pública também se destacaram com índices médios de 75%. No geral, encontrou-se um índice médio de governança de 70%, muito distante de 100%, no entanto, comparando os resultados dessa pesquisa com os de Lopes e Walker (2008) e com os de Silveira *et al.* (2010), percebe-se que as empresas da amostra atual apresentaram melhores práticas de governança corporativa do que as empresas analisadas por esses dois autores até o ano de 2004.

Por fim, utilizou-se a análise multivariada de dados por meio da técnica de dependência, análise regressão linear simples, e coeficiente de correlação de *Pearson* e os resultados demonstraram uma relação positiva e significativa entre investidores institucionais e boas práticas de governança corporativa, no entanto, as duas variáveis quando consideradas como variáveis preditivas não possuem poder estatisticamente significativo de explicação em relação a variável preditora (valor da empresa).

A pesquisa orientou-se no sentido de contribuir para os estudos teóricos e empíricos sobre a relação entre investidores institucionais e as práticas de governança corporativa e suas respectivas ligações com o valor da empresa. Conquanto, tampouco teve como intuito por um ponto final à discussão sobre o certame, porém, pretende incentivar outras linhas de pesquisa e metodologias, que possam validar os resultados a que se chegou ou ainda permitir que um leque de diferentes análises horizonte seja revelado. O tema, a despeito da relativa importância e crescente discussão no meio acadêmico, merece destaque, haja vista a necessidade de se fortalecer o entendimento das análises e conclusões.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, S. **Governança Corporativa avança a passos largos no Brasil**. Relações com Investidores. São Paulo , pág. 13-14 , junho . 2002.

AGGARWAL, R.; EREL, I.; Stulz, R.; WILLIAMSON, R. Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences, **Review of Financial Studies**. v. 22, p. 3131-3169, 2009.

BEBCHUK, L. A.; COHEN. A. The costs of Entrenched Boards. **Journal of Financial Economics**. v. 78, p. 409-433, 2005.

Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. What matters in corporate governance? **Review of Financial Studies**, v. 22, p. 783–827, 2009.

BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. Corporate Governance and Control, **Working Paper**, 2003.

BEYS, F.; OLIVEIRA, L.R.D. Análise dos Motivos que Levam Empresas a Adotar Práticas de Governança Corporativa. SEGeT – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia. 2008.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

CARLSSON, Maria L. On the role of prefrontal cortex glutamate for the antithetical phenomenology of obsessive compulsive disorder and attention deficit hyperactivity disorder. *Progress in Neuro-Psychopharmacology and Biological Psychiatry*, Volume 25, Issue 1, January 2001, Pages 5-26.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura de propriedade desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **RAUSP**, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 369- 380,

2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **RAUSP**, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out/nov/dez.2004.

Carvalho-da-Silva, A. L.; Leal, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil, **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CHUNG, K.; ZHANG, H. Corporate Governance and Institutional Ownership. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, forthcoming, 2009.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. A eficiência do conselho de administração como mecanismo de controle dos custos de agência. In: CBC, 16., 2009, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: ABC, 2009.

COVA, C. J. G.; SANTOS R. G. A Governança Corporativa e a geração de valor nas empresas do Mercado de Capitais. In: SEGeT – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 4, 2007, Resende. **Anais...** Rio de Janeiro: AEDB, 2007.

DAHYA, J.; DIMITROV, O.; MCCONNELL, J. J. Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-Country Analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 87, p. 73-100, 2008.

DAILY, C. M.; JOHNSON, J. L.; ELLSTRAND, A. E.; DALTON, D. R. Institutional investor activism: follow the leaders? **Social Science Research Network**. 1996.

DA SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **R.Adm.**, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out./nov./dez. 2004.

DENIS, D. K.; MACCONNEL, J. J. International corporate governance. **Journal office financial and quantitative analysis**. v. 38, p. 1-36, 2003.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A. STULZ, R. Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? **Working paper**, 2003.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To Steal or Notto Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. **Journal of Finance**, v. 60, p. 1461-1493, 2005.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 09-27, 2002.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. & BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices, Quarterly. **Journal of Economics**, v. 118, p. 107-155, 2003.

Heckerman, D. G. Motivating Managers to Make Investment Decisions. **Journal of Financial Economics**. v. 2, n. 3, p. 273-292, 1975.

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

JENSEN, Michael. **A theory of the firm**: governance, residual claims, and organizational forms. 1. ed. Harvard University Press, 2001.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper**. n. 2818, 2002.

- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance Economics**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, A.; LOPES-DE-SILANES, F. (Org.). **Investor protection and corporate governance - firm level evidence across Latin America**. Palo Alto, CA: Stanford University Press, p.213-287, 2007.
- LOPES, A. B.; WALKER, M. Firm-level inventives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. **Working Paper**, 2008. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em: 20 nov. 2010.
- MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo : Atlas, 1994.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.
- MCCAHERY, J., Z. SAUTNER, and L. STARKS. Behindthe Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, **WorkingPaper**, 2008.
- OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo, 2003.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo noBrasil. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração, 2004, **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.
- OKIMURA, R.T.; SILVEIRA, A.M.; ROCHA, K.C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.
- PUNSUVO, F. R. **Qualidade da governança corporativa e participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2006.
- RAUPP, F. M.; BEUREN I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. (org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2008.
- ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.
- SAITO, R.; SILVEIRA, A. Di M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.
- SAITO, R. Valor do voto. In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L (org). **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.
- SANTOS, A. G. **Comitê de auditoria: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para**

acionistas e conselho de administração. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

SILVEIRA, A. D. M., LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; BARROS, L. A. B. C. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Journal of Corporate Governance**, v. 10, n. 2, p. 191-202, 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, 1997.

TAN, A. W.; KEEPER, T. B **Institutional Investors and Corporate Governance**: A New Zealand Perspective. Working Papers, v. 65, Centre for accounting, Governance and Taxation Research, School of Accounting and Commercial Law, 2008.

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

WILSON, R. On the theory of syndicates. **Econometrica**, v. 36, n. 1, p. 119-132, 1968.

ZINGALES, Luigi. **Corporate governance**. In: Newman Peter (editor). The new palgrave dictionary of economics and the law. New York, NY: Macmillan, 1998.