

# **UMA AVALIAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA À LUZ DO MODELO DE OHLSON: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

## **Talles Vianna Brugni**

Mestrando em Controladoria e Contabilidade pela Universidade Federal do Espírito Santo  
Endereço: Av. Fernando Ferrari, nº 514 - CCJE, Goiabeiras. Vitória - ES  
email: tallesbrugni@hotmail.com – (27) 9203-3747

## **Alfredo Sarlo Neto**

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP  
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES  
Endereço: Av. Fernando Ferrari, nº 514 - CCJE, Goiabeiras. Vitória - ES  
e-mail: supersarloneto@gmail.com – (27) 9973-1446

## **Patrícia Maria Bortolon**

Doutora em Administração pela COPPEAD/UFRJ  
Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES  
Endereço: Av. Fernando Ferrari, nº 514 - CCJE, Goiabeiras. Vitória - ES  
e-mail: p.m.bortolon@gmail.com

## **Antônio Oscar Santos Góes**

Doutorando em Economia – ISEG – UTL Portugal  
Professor Assistente da Universidade Estadual de Santa Cruz – UESC  
e-mail: oscargoes11@hotmail.com

## **RESUMO**

O presente trabalho tem por objetivo identificar se características de governança corporativa contribuem para o valor da firma sob a perspectiva do modelo de Ohlson (1995). O estudo modificou o modelo original adicionando variáveis como controle familiar, controle estatal e participações societárias para responder o problema de pesquisa, que por sua vez levantou a possibilidade da governança corporativa explicar parte dos preços das ações por intermédio do modelo de Ohlson (1995). A pesquisa é caracterizada como explicativa, tem abordagem positiva e produz resultados empíricos a partir de informações disponíveis no banco de dados Economática® e da Comissão de Valores Mobiliários. Realizada no período compreendido entre os anos de 2004 a 2010, utiliza regressão linear múltipla de dados em painel para análise de uma amostra de 90 empresas através de 630 observações. Seus achados indicam que a adição de medidas de governança ao modelo aumentou o seu poder explicativo, sugerindo que os conteúdos não financeiros que transmitem informações acerca de práticas de governança corporativa também podem ser adequados para explicar o valor de mercado das ações. O modelo também apontou que o tipo de controle acionário é positivamente relacionado com o valor de mercado das ações, sugerindo que empresas sob controle familiar e empresas controladas pelo estado são mais valorizadas frente às empresas sem controle concentrado.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Valor; Ohlson; Controle Familiar.

**Área Temática:** Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais.

## 1 INTRODUÇÃO

A informação nos dias atuais é de incomensurável importância para a contabilidade e, pela perspectiva do *information approach* (abordagem da informação), a contabilidade precisa essencialmente ter a competência de promover informações úteis aos agentes econômicos. Desde a década de 1960, após o trabalho seminal de Ball e Brown (1968), a academia vem, progressivamente, realizando pesquisas empíricas sobre como a contabilidade interage com os agentes econômicos para originar informações que podem ajudar na tomada de decisões em diversos mercados (WATTS; ZIMMERMAN, 1986, p. 39, LOPES, 2001, p.20;).

A partir de então, diversas foram as pesquisas de cunho empírico e de modelagem teórica que contribuíram para o entendimento do papel da contabilidade no provimento de informações aos usuários. O mundo nos últimos anos vem passando por diversas transformações, sejam elas de cunho cultural, social, econômico, político; e a contabilidade, assim como outras ciências, vem sofrendo pressões para se adequar às novas perspectivas que surgem e são demandadas pela sociedade, como mudanças nas formas de remuneração de acionistas e diretores e o surgimento de modelos organizacionais mais complexos, fazendo com que, cada vez mais, a economia seja enxergada como uma economia baseada na informação (HOPWOOD, 2007, p. 1369). Assim como Ball e Brown (1968) contribuíram de forma pioneira para o entendimento do comportamento dos lucros no mercado de capitais, a importância da governança corporativa para o valor de uma empresa vem sendo documentado desde o trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976), considerado um divisor de águas na linha de pesquisa em governança corporativa e que contribuiu de forma significativa para o desenvolvimento de muitos outros trabalhos com características empíricas e de modelagem teórica. (SAITO; SILVEIRA, 2008, p.79).

Como na maioria dos trabalhos relacionados à governança corporativa, urge a necessidade de comentar a importância do trabalho seminal de Berle e Means (1932) que, por meio de afirmações como a de que “... não há donos dominantes, e o controle é mantido em grande parte, para além da propriedade.”<sup>1</sup> (BERLE; MEANS, 1932, p.110), deu início às discussões acerca da separação entre propriedade e controle existentes em grandes companhias dos Estados Unidos e contribuiu para o desenvolvimento de futuras pesquisas na área de governança corporativa.

Existem muitos pontos de discussão interessantes acerca da governança corporativa como instrumento de melhoria de conflitos de agência e transparência informacional. O gerenciamento de conflitos e a redução da assimetria no fluxo de informações podem ajudar – ou ao menos deveriam – a aumentar a eficiência de uma empresa e concomitantemente aumentar seu valor de mercado (LEE; LIN; CHANG, 2011, p.420, SAMPAIO; LIMA; DE PAULA, 2011, p.2). Porém, é interessante conhecer o grau de importância que o mercado brasileiro destina a esses e outros aspectos que norteiam a gestão das empresas e as influências no valor de seus ativos.

Diversas pesquisas objetivaram estudar a relação entre governança corporativa e seus reflexos no mercado de capitais. Tais pesquisas muitas vezes apresentam resultados divergentes no que tange características de identificação do resultado destas práticas no mercado de capitais brasileiro. Em estudo recente, Sampaio, Lima e De Paula (2011), através de testes de diferenças de médias e estudos de correlação, não encontraram diferenças significativas para os retornos das ações de empresas de controle familiar e de controle não-familiar, bem como não encontraram diferenças para os retornos das ações de empresas familiares com membros da família em cargos da alta administração e empresas familiares sem membros da família nestes tipos de cargo.

---

<sup>1</sup> “...there are no dominant owners, and control is maintained in large measure apart from ownership.”

Para Terra e Lima (2006, p.35) “...os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas”, como empresas pontuais na divulgação de suas demonstrações contábeis frente a empresas “atrasadas” e empresas privadas frente a empresas estatais. Contudo, estes mesmos autores não encontraram significância estatística que relacionasse diferença nos retornos anormais para empresas dos diferentes níveis de governança corporativa da BOVESPA (TERRA; LIMA, 2006, p.44).

Já Dalmácio *et al* (2005, p.14) entendem que “características de governança corporativa podem afetar significativamente os modelos de avaliação, principalmente em países com características diferentes daquelas encontradas nos países mais desenvolvidos”, a citar o financiamento de crédito preponderantemente por intermédio de bancos e a grande concentração de controle acionário (LOPES, 2002, p.77), como é o caso do Brasil. É seguindo a perspectiva de Hopwood<sup>2</sup> (2007, p.1370-71), de que a contabilidade “... pode ser, e na realidade deveria ser constantemente examinada, re-examinada, interrogada, e criticada dentro do mundo do conhecimento” que surge o seguinte problema de pesquisa: existe relação significativa entre *proxys* de governança corporativa e o valor das empresas no mercado de capitais brasileiro quando utilizado o modelo de *valuation* de OHLSON?

Para responder esse questionamento, ajustou-se o modelo consagrado de Ohlson (1995) para capturar as influências de *proxys* de governança corporativa no valor de mercado das empresas brasileiras.

O modelo de Ohlson (1995) é um “...modelo de valoração de uma empresa no que se refere aos lucros correntes e futuros, os valores contábeis e dividendos.”<sup>3</sup> (OHLSON, 1995, p.661). Baseado no *dividend discount model*, o autor construiu um modelo que reflete o valor de mercado da firma em função do seu patrimônio líquido (ou *book value*), lucros anormais (*residual income*) e outras informações (OHLSON, 1995, p.665-672;679). A adaptação desse modelo nesta pesquisa consiste em considerar que, dentro dessa perspectiva de “outras informações”, podem estar contidas informações significantes que dizem respeito às características de governança corporativa, que por sua vez podem aumentar o poder explicativo do modelo no sentido de evidenciar a importância que o mercado oferece para as características de governança capturadas pelas *proxys* abordadas neste trabalho.

A estrutura do trabalho segue com a seção 2, que revisa conceitos e características da governança corporativa e do modelo de Ohlson (1995), bem como sua importância para a pesquisa em contabilidade a fim de fundamentar a escolha do modelo. A seção 3 trata dos procedimentos metodológicos e considerações econométricas. Na seção 4 são apresentados os resultados encontrados e as discussões e, por fim, na seção 5 são expostas as conclusões e sugestões para futuras pesquisas.

## 2 PLATAFORMA TEÓRICA

### 2.1 Governança corporativa

O conceito de governança corporativa começou a ser cunhado a partir da década de 1930. Com o trabalho seminal de Berle e Means (1932) *the modern corporation and private property*, uma nova vertente acerca das estruturas de propriedade passou a ser observada e serviu de base para o desenvolvimento de muitos outros estudos que, décadas depois (com o surgimento do conceito de “governo de empresa” por Jensen e Meckling (1976)), contribuíram para o que é entendido hoje como sendo governança corporativa.

---

2 “... can be and indeed should be constantly examined, re-examined, interrogated, and criticized within the world of knowledge.”

3 “...model of a firm's market value as it relates to contemporaneous and future earnings, book values, and dividends”

A governança corporativa dentro da abordagem contábil pode ser compreendida como um conjunto de práticas que visam mitigar custos relacionados aos problemas de agência. Para LOPES (2008, p.171), “... os mecanismos de governança corporativa surgem como instrumentos para corrigir falhas existentes nos mercados.” Essas falhas às quais o autor se refere dizem respeito ao conflito de agência e à assimetria informacional. É possível afirmar que os conflitos de agência podem gerar assimetria de informação que, em grandes níveis, pode reduzir a confiança do investidor em um determinado cenário. Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1997, p.737)<sup>4</sup> definem o que vem a ser governança corporativa em um sentido mais amplo: “Governança corporativa lida com as formas pelas quais os fornecedores de recursos podem assegurar os retornos sobre seus investimentos”.

O modelo de governança corporativa depende de algumas características como ambiente cultural, sistema legal e características institucionais. Em geral, pode-se destacar dois modelos clássicos de governança corporativa: o anglo-saxão e o nipo-germânico. O modelo anglo-saxão não é o modelo mais comum no mundo (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999, p.474, 496) e a pulverização do capital neste modelo de governança é mais evidente (a exemplo de países como Estados Unidos e Inglaterra), promovendo um risco relativamente menor quanto à liquidez, pois as bolsas de valores desses países (geralmente mais desenvolvidos) exigem um nível elevado de transparência, objetivando a criação de valor para a firma (LETHBRIDGE, 1997, p.1-3, SAMPAIO; LIMA; DE PAULA, 2011, p.5, SILVEIRA, 2002, p. 21, CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

Por outro lado o modelo nipo-germânico, com predominância em países como Japão, Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental, é caracterizado por terem regras mais rígidas<sup>5</sup>, pela concentração de propriedade, a liquidez das ações são menores quando comparados com o modelo anglo-saxão (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006). Outra diferença é a forma de financiamento das empresas. Enquanto no modelo americano as empresas são orientadas para o mercado, o modelo nipo-germânico é voltado para os bancos, ocasionando muitas vezes problemas de agência menores quando comparados com países com modelo de governança anglossaxão. (BERGLÖF, 1990, LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999, p.474).

A filosofia jurídica também interfere nas características de governança corporativa. Na década de 1970, Watson (1974) afirmou que as leis em diferentes países geralmente não são escritas a partir do zero, mas sim transplantadas de poucas tradições legais. Nesse contexto, dois blocos de tradição se destacam: o *Common Law* e o *Civil Law*. La porta *et al.* (1998, p.1116) afirma que países onde a filosofia jurídica seguem os preceitos do *Common Law* – direito baseado nos costumes – tendem a oferecer maior proteção aos credores e acionistas (com exceção da França) e que países que seguem o *Civil Law* – direito baseado em códigos – tendem a oferecer menos direitos legais, independente da renda *per capita* do país.

O Brasil, apesar de não ser predominantemente *market oriented*<sup>6</sup> e seguir a filosofia jurídica do *Code Law*, encontra-se em uma espécie de meio termo entre o modelo anglossaxão e o modelo nipo-germânico, e suas regras podem ser consideradas mais flexíveis do que as encontradas na Alemanha, por exemplo (LOPES, 2009, p.192).

## 2.2 O Modelo de *Residual Income Valuation* de Ohlson (1995) e a Governança Corporativa

<sup>4</sup> Corporate Governance deals with the ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.

<sup>5</sup> Segundo Senhoras, Takeuchi e Takeuchi (2006, p.7), a Alemanha aprimorou suas regras e tornou-as mais rígidas após o fortalecimento do mercado de ações em 1997, com a criação do Novo Mercado da Bolsa de Frankfurt, alterando regras de proteção e transparência aos investidores.

<sup>6</sup> Expressão utilizada para designar economias que têm em seu bojo perspectivas orientadas para o mercado.

O modelo de *valuation* de Ohlson (1995) é muito popular na literatura contábil (KOTHARI 2001, p.76) e “...passou a ser a base do trabalho empírico em contabilidade financeira” (LOPES, 2001, p.49). Sua importância é inquestionável para a comunidade acadêmica (LOPES, 2001, 49-51) e, apesar de existirem diversos artigos tratando da mesma vertente (inclusive de autoria do mesmo autor), o artigo de Ohlson (1995) apresenta toda a estrutura que fornece embasamento teórico para a modelagem estatística de valoração de empresas.

Baseado no *dividend-discounting model* (OHLSON, 1995, p.666), no qual o valor de uma empresa é explicado pelo valor presente do fluxo futuro de dividendos, Ohlson (1995) apresenta em seu seminal trabalho *Earnings, book values, and dividends in equity valuation* um modelo em que o valor de uma empresa pode ser explicado apenas por variáveis contábeis<sup>7</sup>, conforme equação abaixo:

$$P_{it} = BV_{it} + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} E_t(RI_{it+\tau}) \quad (1)$$

Em que:  $P_t$  é o preço da ação referente à empresa  $i$  no tempo  $t$ .  $BV$  é o Patrimônio Líquido da empresa  $i$  no tempo  $t$ .  $R$  (*risk free rate*) é  $1 +$  a taxa livre de risco.  $E_t(RI_{t+\tau})$  é o lucro anormal esperado da empresa  $i$  no período  $t + \tau$ , sendo  $\tau = 1, 2, 3...$  Este modelo também é conhecido como modelo de lucros anormais (*Residual Income Valuation – RIV*).

Nesta abordagem a empresa passa a ser avaliada (quanto ao seu valor de mercado através do preço de suas ações) por intermédio de seus valores patrimoniais (*book value*) e lucros anormais (*Residual Income*), diferentemente da atenção dispensada aos dividendos em outros modelos para prever o valor da empresa. Ohlson (1995) também assume que a dinâmica da informação faz ligação entre as informações correntes e futuras dos lucros anormais em um processo autoregressivo, conforme equação (2) e (3).

$$RI_{it+1} = \omega RI_{it} + v_{it} + \varepsilon_{1t+1} \quad (2)$$

$$v_{it+1} = \gamma v_{it} + \varepsilon_{2t+1} \quad (3)$$

Em que:  $v_{it}$  são outras informações além do *residual income*.  $\varepsilon_{1t+1}$  e  $\varepsilon_{2t+1}$  são os termos do erro.  $\omega$  e  $\gamma$  são os coeficientes angulares entre as variáveis explicativas e as dependentes (coeficientes positivos e menores que 1).

No momento em que assume que os resultados anormais tendem a zero e não duram muitos períodos de tempo e que um período de previsão de lucros anormais de quatro anos é suficiente para aumentar o poder explicativo do modelo, Bernard (1995) argumenta que este prevê e explica o preço das ações melhor do que modelos baseados em previsões *short-term* de dividendos e fluxo de caixa descontados. A partir desse contexto o presente artigo se baseia em Dechow, Hutton e Sloan (1999) e Hand e Landsman (2005) para modificar o modelo e assume que essas “outras informações”, representadas por  $v_{it}$  da equação (2), podem conter características de governança corporativa que por sua vez podem vir a aumentar o poder explicativo do modelo no sentido de explicar o preço das ações das empresas. A equação (1), quando incorporada com a equação (2) e (3) produz a seguinte equação:

$$P_{it} = BV_{it} + \alpha_1 RI_{it} + \beta_1 GC_{it} \quad (4)$$

Em que:  $GC$  representa a governança corporativa da empresa  $i$  no período  $t$ , medida aqui por *proxys* apresentadas na seção 3.3.2, Tabela 1.

<sup>7</sup> Ohlson (1995) apresenta em seu modelo uma forma de valorar a firma por intermédio do seu valor líquido de livros (*net book value* ou patrimônio líquido) e pelo lucro anormal futuro esperado ajustado pela taxa livre de risco.

Nesse sentido, a equação (4) assume que o valor de mercado da ação ( $P_{it}$ ) depende do valor patrimonial ( $BV_{it}$ ) ajustado pelos lucros anormais correntes ( $RI_{it}$ ) e a governança corporativa ( $GC_{it}$ ), permitindo responder ao problema de pesquisa no momento em que a variável ( $GC_{it}$ ) captura parte das “outras informações” decorrentes de variáveis “extra-contábeis” (OHLSON, 1995, p.668) que dizem respeito à governança corporativa.

É importante salientar que este trabalho não objetiva avaliar a qualidade do modelo de Ohlson (1995) para valoração de empresas. O objetivo é aplicar o modelo como ferramenta para estimar a proporção do valor das empresas que possivelmente estão ligadas a mecanismos de governança corporativa, dentro da abordagem do modelo de Ohlson (1995).

### 3 METODOLOGIA

O artigo tem característica positiva, pois procura buscar a explicação dos fenômenos a partir de suas relações, bem como por ter “... suas raízes no empirismo...” (MARTINS; THEÓPHILO, 2007, p.41). Nesse sentido pode-se destacar que a abordagem metodológica do trabalho é a empírico-analítica, habitual em pesquisas de tradução positiva como esta, na medida em que se busca explicar a relação entre *proxys* de governança corporativa e o valor das empresas no mercado de capitais brasileiro. Estudos com esta abordagem se utilizam de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados e são bastante quantitativos, além de privilegiar estudos práticos e se preocupar com relações causais entre variáveis (MARTINS, 2002, p.34).

A pesquisa é explicativa por ter como finalidade o aprofundamento do conhecimento da realidade e explicar o porquê das coisas. Para Gil, (2009, p.42), este tipo de pesquisa “... tem como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.

Em termos de procedimentos técnicos utilizados, esta pesquisa pode ser classificada como bibliográfica, por tratar-se de pesquisa que utiliza material já elaborado por outros autores, como livros e artigos científicos; e *ex-post-facto* que, segundo Gil (2010, p.54) caracteriza-se por uma “...investigação sistemática e empírica na qual o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes...”.

#### 3.1 Algumas considerações econométricas

A amostra de dados é tratada em duas dimensões: uma temporal e outra espacial. Nesse contexto foi utilizado o modelo de regressão<sup>8</sup> com dados em painel de modo a se considerar efeitos de variáveis não observáveis em dados *cross-section*<sup>9</sup> (corte transversal), como mudança de políticas contábeis ou até mesmo de perspectivas econômicas de um ano para o outro, reduzindo uma eventual colinearidade existente entre variáveis (fato pelo qual a realização de testes de autocorrelação não se fizeram necessários) em função da maior quantidade de observações estudadas, produzindo dados mais informativos e eficientes. Os dados em painel são uma junção entre as técnicas de *cross-section* e séries temporais, pois analisam mais de um tipo de empresa ao longo de um período (BRUGNI *et al.*, 2011, p.11).

Segundo Gujarati (2006, p.514), o estudo repetido de uma amostra de empresas ao longo de uma série temporal é mais adequado quando aplicados sob a técnica de estimação de dados em painel, pois levam em consideração, de forma explícita, variáveis individuais específicas, tornando mais “adequado ao estudo da dinâmica da mudança”. O painel é

---

<sup>8</sup> Entende-se aqui que todas as regressões do trabalho foram aplicadas com a correção de White para que fossem corrigidos os problemas de heterocedasticidade encontrados, conforme abordado na seção 4.

<sup>9</sup> Dados em *Cross-section* consideram um conjunto de observações (como empresas ou grupo de empresas) durante um trimestre, semestre ou ano).

configurado com sendo um painel fortemente equilibrado, pois o número de observações é o mesmo para cada unidade de tempo da dimensão temporal.

Existem três abordagens mais comuns de análise de dados em painel: a *POLS* (*pooled ordinary least squares*) que é a forma mais convencional de análise de dados; Efeitos Fixos (*Fixed-effects*) e a de Efeitos Aleatórios (*Random-effects*) (FÁVERO *et. al* 2009, p.382). Para definir a abordagem utilizada neste artigo (se mínimos quadrados ordinários, efeitos fixos ou aleatórios), foram aplicados dois testes: o teste de Hausman para definir qual o melhor modelo entre efeitos fixos e aleatórios e o teste de Breusch-Pagan para definir qual das abordagens entre *POLS* e efeitos aleatórios é a mais adequada. Os resultados são reportados na seção 4.

### 3.2 Seleção da amostra e tratamento de dados

A amostra utilizada na pesquisa é derivada de um conjunto de informações do software Economática®, do software DIVEXT da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e dos formulários de referência das empresas objetos de estudo.

Do total de 791 papéis – constantes na base de dados Economática® e negociados até a data de publicação deste artigo – foram consideradas apenas as ações, desconsiderando outros tipos de negociação, tais como *ADRs* e fundos. A amostra contemplou, dentre as ações ON e PN, as mais líquidas de cada empresa, em cada ano, no sentido de eliminar a duplicidade nas observações do estudo. Das 670 ações, foram retiradas da amostra as empresas com PL (Patrimônio Líquido) negativo, visto que empresas com lucros anormais positivos com base em valores de PL negativos não apresentam uma interpretação econômica óbvia (FRANKEL; LEE; 1988, p. 29; GREGORY; SALEH; TUCKER, 2005, p.503). As empresas financeiras e seguradoras também foram excluídas por diversos fatores, tais como dificuldade de estimativa do fluxo de caixa das empresas de serviços financeiros e a questão regulatória do mercado de seguros. Posteriormente foram retiradas da amostra as empresas com presença em bolsa<sup>10</sup> igual a zero em algum ano compreendido no estudo, bem como as empresas que não possuíam as informações do seu principal acionista em todos os anos, no sentido de eliminar grande parte dos problemas de estimação e seleção da amostra que potencialmente pudessem ocorrer com dados configurados em um painel desequilibrado (WOOLDRIDGE, 2001, p.250). Após este critério de seleção a amostra contemplou 90 empresas, um espaço temporal de 7 anos, compreendidos entre 2004 e 2010, perfazendo um total de 630 observações em um painel de dados equilibrados.

### 3.3 Definição das variáveis

O modelo utilizado na pesquisa é o modelo *RIV* de Ohlson (1995). Justifica-se a escolha desse modelo em função do importante papel que o patrimônio líquido desempenha para a avaliação de empresas no Brasil (DALMÁCIO *et al.*, 2005, p.14) e sua possibilidade de modificação no sentido de capturar outras variáveis para explicar o valor de mercado das empresas (*Id.*, 2005, p.10). Para capturar as influências de *proxys* de governança corporativa no valor de mercado das firmas, o modelo de *residual income* de Ohlson (1995) foi modificado para que, dentro da perspectiva de “outras informações” de seu modelo teórico, seja observado como se comportam as medidas de governança e suas relações com o preço das ações. Desse modo, o modelo empírico simplificado pode ser apresentado da seguinte forma:

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RI_{it} + \gamma_1 GC_{it} + e_{it} \quad (5)$$

---

<sup>10</sup> A presença em bolsa pode ser compreendida como a quantidade de dias que uma empresa negociou seus papéis em um determinado período. Corresponde à razão entre o número de dias em que a ação da empresa *i*, no período *t*, registrou negócios e o número total de dias que o pregão registrou negócios no ano.

Em que:  $P_{it}$  representa o preço da ação da empresa  $i$ , no tempo  $t$ ;  $BV_{it}$  o Patrimônio Líquido da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;  $RI_{it}$  o lucro anormal da empresa  $i$  no tempo  $t$ ; e GC representa as *proxys* de governança corporativa da empresa  $i$  no tempo  $t$ , sendo que todas as variáveis, exceto as de governança, são tratadas em medida relativa de valor por ação<sup>11</sup>.

### 3.3.1 Variável dependente

Conforme supracitado, busca-se neste artigo identificar a relação entre as *proxys* de governança corporativa com a (des)valorização dos papéis das empresas. Nesse contexto, a variável dependente do modelo original ( $P_{it}$ ) não foi modificada, sendo que o valor de mercado das firmas é medido pelo valor da ação  $P_{it}$  com data de fechamento no último dia útil de cada exercício social.

### 3.3.2 Variáveis independentes

O modelo original busca explicar o preço das ações por duas variáveis: o *Book Value* e o *Residual Income*. Além dessas duas medidas serão adicionadas quatro *proxys* de governança e suas interações com o patrimônio líquido, conforme descrito na Tabela 1, a fim de identificar não só as relações entre governança e valor, mas também as interações existentes entre características de governança corporativa e o *book value* das firmas.

Tabela 1. Variáveis inseridas no modelo

Variáveis	Descrição
P	Preço da Ação.
PL	<i>Book Value</i> ou Patrimônio Líquido.
LA	<i>Residual Income</i> ou Lucro Anormal.
CFAM	<i>Dummy</i> para empresas de controle familiar. Assume o valor 1 se a empresa for controlada por famílias e 0 caso contrário.
CEST	<i>Dummy</i> para empresas de controle estatal. Assume o valor 1 se a empresa for controlada pelo estado e 0 caso contrário.
PMACV	% de participação do maior acionista no capital com direito a voto.
PMAFC	% de participação do maior acionista no total das ações preferenciais.
CFAM*PL	Variável de interação entre as características de estrutura de propriedade (controle familiar) e o Patrimônio Líquido das firmas.
CEST*PL	Variável de interação entre as características de estrutura de propriedade (controle estatal) e o Patrimônio Líquido das firmas.
PMACV*PL	Variável de interação entre o percentual de participação do maior acionista no capital votante e o Patrimônio Líquido das firmas.
PMAFC*PL	Variável de interação entre o percentual de participação do maior acionista nas ações preferenciais e o PL das firmas.

Fonte: Elaboração própria.

- **Valor de Mercado da Ação (p):** Representado pela cotação da ação referente à empresa  $i$  na data de fechamento do último dia do pregão do ano  $t$ .
- **Book Value (pl):** Representado pelo Patrimônio Líquido por ação da empresa  $i$  no tempo  $t$ .
- **Residual Income (la):** O lucro anormal foi obtido da seguinte equação:

<sup>11</sup> Ambas as perspectivas de medida, geral ou por ação, apresentam limitações, que por sua vez se consubstanciam em limitações de pesquisa na medida em que foi considerado que o GAAP local satisfaz as premissas de *Clean Surplus* e que não houve desdobramento de ações nem modificação na quantidade de ações em circulação. Para mais detalhes, vide Ohlson (2000).



$$LA_{it} = LL_{it} - (E)LL_{it} \quad (6)$$

Em que:  $LA_{it}$  é o lucro anormal da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;  $LL_{it}$  é o Lucro Líquido por ação da empresa  $i$  no tempo  $t$ ;  $(E)LL_{it}$  é o Lucro Líquido Esperado por ação da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

O lucro esperado ( $(E)LL_{it}$ ) foi obtido da seguinte equação:

$$(E)LL_{it} = PL_{it-1} * (1 + r_t) \quad (7)$$

Em que:  $PL_{it-1}$  é o Patrimônio Líquido por ação da empresa  $i$  no tempo  $t-1$ ;  $r_t$  é taxa livre de risco no tempo  $t$ . A taxa livre de risco admitida neste trabalho foi a taxa de poupança acumulada durante o período  $t$ , divulgada pelo Banco Central do Brasil.

- **Controle Familiar (cfam):** Os critérios para caracterização das empresas em familiares ou não familiares foram baseados nos critérios de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) com algumas modificações: para ser considerada como empresa familiar, o nível de concentração de ações ordinárias do acionista principal foi alterado de 10% para 35% das ações com direito a voto, visto que as características das empresas estudadas por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) não podem ser observadas aqui no Brasil da mesma maneira. Também foram observados até 4 níveis de participação societária para empresas com estrutura piramidal, bem como foram caracterizadas como empresas familiares aquelas controladas por um único acionista, conforme La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999, p. 481).

- **Participação do maior acionista no capital com direito a voto (pmacv):** Representada pela razão entre o total de ações ordinárias de posse do principal acionista e o total de ações ordinárias da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

- **Participação do maior acionista no total das ações preferenciais:** Representada pela razão entre o total de ações preferenciais de posse do principal acionista e o total de ações preferenciais da empresa  $i$  no tempo  $t$ .

- **Estatização de empresas (cest):** Foram consideradas empresas estatais aquelas controladas pela União, pelos governos de estado ou por empresas controladas por estas esferas (sempre observando as relações entre elas em até quatro níveis de participação societária).

Duas variáveis de controle foram adicionadas ao modelo: o controle pelo tamanho das empresas, visto que pode existir influência desta nas variáveis de interesse do estudo, e o controle pelo nível de endividamento que, assim como o tamanho, também pode influenciar no fluxo de recursos da firma e concomitantemente no seu lucro e retorno.

- **Tamanho (tam):** Para a *Proxy* do tamanho da empresa foi adotado o logaritmo natural do Ativo total da empresa, conforme evidenciado abaixo:

$$TAM_{it} = \ln(AT_{it})$$

- **Endividamento (end):** *Proxy* do nível de endividamento da empresa. Leva em consideração também os passivos operacionais das empresas, que no Brasil tem relativa expressão dentro dos passivos totais, sendo representada pela relação entre o capital de terceiros e o Passivo Total:

$$END_{it} = \frac{CT_{it}}{PT_{it}}$$

Em que:  $END_{it}$  = Endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $CT_{it}$  = Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Passivo não Circulante) da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $PT_{it}$  = Passivo Total (PC + PnC + PL) da empresa  $i$ , no período  $t$ .

Adicionalmente, as medidas de governança corporativa também foram analisadas por intermédio de suas interações com o patrimônio líquido a fim de se observar se existem relações entre estes.

### 3.4 Métrica Utilizada

Para que o objetivo fosse atingido modificou-se o modelo Ohlson (1995), resultando no seguinte modelo empírico de regressão múltipla linear:

$$P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LA_{it} + \gamma_1 CFAM_{it} + \gamma_2 CEST_{it} + \gamma_3 PMACV_{it} + \gamma_4 PMAFC_{it} + \omega_1 CFAM_{it} * PL_{it} + \omega_2 CEST_{it} * PL_{it} + \omega_3 PMACV_{it} * PL_{it} + \omega_4 PMAFC_{it} * PL_{it} + \lambda_1 TAM_{it} + \lambda_2 END_{it} + e_{it} \quad (8)$$

Em que:  $\alpha_0$  = Intercepto;  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  = Coeficientes angulares entre as variáveis originais do modelo de Ohlson e o valor de mercado das ações;  $\gamma_1$ ,  $\gamma_2$ ,  $\gamma_3$  e  $\gamma_4$  = Coeficientes angulares entre as variáveis de governança corporativa e o valor de mercado das ações;  $\omega_1$ ,  $\omega_2$ ,  $\omega_3$  e  $\omega_4$  = Coeficientes angulares entre as variáveis de interação e o valor de mercado das ações;  $\lambda_1$  e  $\lambda_2$  = Coeficientes angulares entre as variáveis de controle  $TAM_{it}$  e  $END_{it}$ , respectivamente, e o valor de mercado ações.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Antes da formulação do modelo descrito no item 3.4, foram feitos testes econométricos com diversas variáveis no sentido de identificar potenciais problemas que pudessem resultar em inconsistências de parâmetros e estimativas tendenciosas.

Os testes realizados foram para detectar possíveis problemas de multicolinearidade e heterocedasticidade, bem como para a definição da melhor abordagem entre regressão com dados em painel empilhados (*POLS*), com efeitos fixos ou aleatórios. Para a detecção de multicolinearidade foi utilizado o *Variance Inflation Factor (VIF)*, que mede o quanto a variância de um coeficiente é inflacionada por sua colinearidade. O resultado foi de valores *VIF* individuais menores que 10, sugerindo que não existem evidências de multicolinearidade, pois o maior *VIF* não é maior que 5.

Para a identificação de heterocedasticidade foi realizado o teste de Breusch-Pagan e Cook-Weisberg que apontou problemas de heterocedasticidade em função da rejeição da hipótese nula de que os termos do erro são homocedásticos. Fez-se necessária então a utilização dos estimadores robustos de Huber-White que, segundo Baum (2006, p.136) são interessantes em casos onde há a rejeição da hipótese nula de homocedasticidade.

Após realização dos testes de multicolinearidade, heterocedasticidade e de variâncias de resíduos, chegou-se às variáveis e ao modelo descrito no item 3.4. A tabela 2 abaixo apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na pesquisa.

A média do valor patrimonial de 21,88 reais por ação é maior do que o preço médio de 15,78 do valor de mercado das mesmas. A diferença de volatilidade entre o valor patrimonial das ações e seu valor de mercado (representada pela diferença entre os desvios-padrão) também é muito maior do que a diferença entre os valores médios de mercado e patrimonial das ações.

O Lucro líquido anormal médio é de cerca de 10% do preço patrimonial médio das ações. Seu desvio-padrão de 17,57 sugere que a variação dos preços de mercado das ações não acompanha a variação dos lucros na mesma magnitude, fato que enseja a possibilidade de confirmação por outras técnicas e a avaliação de outras variáveis bem como suas relações explicativas com o valor de mercado das ações.

**Tabela 2. Estatística descritiva do modelo modificado de Ohlson**

Variável	Obs	Média	Desv. Pad.	Q1	Mediana	Q3
p	630	15,78133	26,79377	2,70010	8,79399	21,20194
pl	630	21,88477	56,69977	1,06771	7,86255	20,25762
la	630	2,12129	17,57050	0,00809	0,63105	2,72783
cfam	630	0,61111	0,48789	0,00000	1,00000	1,00000
cest	630	0,14603	0,35342	0,00000	0,00000	0,00000
pmacv	630	0,62872	0,25705	0,46890	0,60910	0,88170
pmafc	630	0,04035	0,14354	0,00000	0,00000	0,00000

Fonte: Elaboração própria.

As características de estrutura de propriedade foram medidas por intermédio das participações do principal acionista e baseado em La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999). A média 62,87% de participação do acionista principal no capital votante frente aos 4,03% de participação nas ações preferenciais sugere que existe uma grande dispersão do capital não votante e que uma grande parcela do capital é requerida para que haja controle.

Outra característica acerca da estrutura de propriedade é a de que a concentração de propriedade no Brasil continua alta em relação a países de estrutura dispersa como os Estados Unidos, mas em níveis relativamente normais quando comparados com a grande maioria dos países, fazendo parte da idéia de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999, p.474) de que a grande maioria das firmas não pertence ao do cenário descrito por Berle e Means (1932). Das 630 observações da amostra, 69,84% apresenta-se na forma de empresas onde o principal acionista é detentor de mais de 50% das ações com direito a voto. 38,89% das observações apresentam-se na forma de empresas onde o principal acionista detém mais da metade do capital total. Já o total médio de ações (ON e PN) possuídas pelo acionista principal é de 45,03% e o total médio de ações ordinárias possuídas pelo acionista principal é de 62,87%. Ao longo do período estudado pode-se observar que não houve modificações expressivas na estrutura de propriedade das empresas da amostra, conforme evidenciado na tabela 3.

**Tabela 3. Descrição de estrutura de propriedade das firmas contempladas na amostra**

Ano	Obs	Total de ações possuídas pelo acionista	Desvio Padrão	Q1	Mediana	Q3
		principal				
2010	90	45,75%	23,88	29,18	42,50	59,28
2009	90	46,18%	23,96	28,98	42,73	63,52
2008	90	46,41%	23,86	28,82	43,75	63,52
2007	90	45,13%	23,15	28,73	42,97	58,44
2006	90	43,81%	22,99	27,98	41,85	58,35
2005	90	44,00%	23,17	26,95	40,15	57,77
2004	90	43,96%	23,42	27,17	39,61	58,44
TOTAL	630			28,48	41,24	58,44
MÉDIA		45,03%				
Ano	Obs	Ações com direito a voto possuídas	Desvio Padrão	Q1	Mediana	Q3
		pelo acionista principal				
2010	90	61,36%	26,33	43,53	58,32	87,76
2009	90	62,66%	25,91	46,2	60,14	88,17
2008	90	63,79%	25,91	46,98	62,91	88,72
2007	90	63,05%	25,31	46,01	62,17	87,54
2006	90	62,80%	25,72	46,89	59,87	88,14
2005	90	63,33%	25,74	46,98	60,66	88,95
2004	90	63,11%	25,78	46,48	60,67	88,45
TOTAL	630			46,89	60,91	88,17
MÉDIA		62,87%				

Fonte: Elaboração própria.

A correlação de Pearson evidencia que existe uma fraca correlação entre o patrimônio Líquido e as variáveis de governança corporativa bem como entre o lucro anormal e as variáveis de governança. Nesse sentido, caso as *proxys* de governança capturem as variações no preço das ações  $P_{it}$ , elas tendem a explicar parte do valor de mercado que não está evidenciado nos indicadores de *performance* das firmas (PL e LA).

**Tabela 4. Correlação de Pearson para o modelo modificado de Ohlson (1995)**

	Correlação de Pearson						
	p	pl	la	cfam	cest	pmacv	pmacfc
p	1,0000						
pl	0,5867	1,0000					
la	0,5315	0,5138	1,0000				
cfam	0,0432	0,1440	0,0041	1,0000			
cest	0,0468	-0,0313	0,0107	-0,5184	1,0000		
pmacv	0,0036	0,0066	0,0107	0,1576	-0,0970	1,0000	
pmacfc	0,0184	0,0442	0,0196	0,028	-0,0461	0,0755	1,0000

**Fonte:** Elaboração própria.

As correlações de 58,67% e 53,15% do preço com o PL e os lucros anormais, respectivamente, indicam a possibilidade de um alto poder explicativo das variáveis contábeis para o valor de mercado das ações. As correlações entre as variáveis de governança corporativa demonstraram-se fracas. Apenas a correlação entre controle familiar e controle estatal que apresentou uma correlação fortemente negativa, conforme esperado. Ademais, a fraca correlação entre as variáveis de governança indicam que as *proxys* utilizadas capturam informações diferentes sobre praticas de governança corporativa.

Foram analisados tanto o modelo da equação (8) como também foram reportados resultados de regressões modeladas apenas com *proxys* de controle familiar e estatal, participações do acionista principal no capital ordinário e preferencial, e também o modelo original de Ohlson (1995). Os resultados são reportados nas colunas de 1 a 6, da tabela 5.

Para definir a abordagem das regressões com dados em painel utilizada neste artigo foram aplicados dois testes: o teste de Hausman e o teste de Breusch-Pagan. Os resultados do teste de Hausman demonstraram que a abordagem de efeitos aleatórios é mais indicada para o modelo face à de efeitos fixos, pois a hipótese nula de que o modelo de correção de erros é adequado não foi rejeitada. O teste multiplicador para efeitos randômicos de Breusch e Pagan rejeitou a hipótese nula de que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero, confirmando que a melhor abordagem para o modelo é a de efeitos aleatórios. Consequentemente, todas as evidências e resultados das regressões foram apresentados sob a perspectiva da abordagem de efeitos aleatórios em função dos testes supramencionados.

O modelo original de Ohlson (1995) (coluna 6) reportou um  $R^2$  de 0,42, que pode ser considerado um bom poder explicativo para o valor de mercado das ações. A adição de medidas de governança ao modelo aumentou o seu poder explicativo, sugerindo que os conteúdos não financeiros que transmitem informações acerca de praticas de governança corporativa podem ser adequados para explicar o valor de mercado das ações.

A coluna 1 da tabela 5 mostra que não só o patrimônio líquido e os lucros anormais são importantes para explicar o valor de mercado das ações como também o tipo de controle acionário e as participações do acionista principal no capital da empresa, sendo estes positivamente relacionados com o valor de mercado das ações. Demonstra também que todas as medidas de governança são estatisticamente significantes a 5% (controle familiar e estatal são significantes a 1%) e que são positivamente relacionadas com a variável dependente.

O tipo de controle – estatal ou familiar – demonstra ter positiva influência no preço das ações. Ao contrário de países com características de estrutura de propriedade dispersa, no Brasil firmas controladas por famílias ou pelo estado são em média mais valorizadas do que

firmas com controle difuso. A coluna 2 corrobora esta afirmação, sinalizando uma influência levemente maior do controle familiar sobre a variável dependente do que o controle estatal, demonstrando-se também estatisticamente significantes a 1%.

A coluna 3, 4 e 5 reportam o efeito da participação do acionista principal no capital votante (pmacv) e no capital preferencial (pmafc) e demonstram que a participação do acionista principal no capital votante e não votante da empresa também são positivamente relacionados ao preço das ações, dado que empresas controladas por um único acionista (estado ou indivíduo) ou por uma família são mais valorizados que empresas com capital disperso.

**Tabela 5. Análise de regressão de Ohlson e fatores de governança corporativa**

Var. Explic.	1	2	3	4	5	6
intercepto	-47,0134*** (10,54)	-35,0776*** 12,5971	-40,7302*** (9,8686)	-28,3233*** (10,1423)	-39,0738*** (9,8862)	10,2120*** (1,2097)
pl	0,8231*** (0,2282)	0,6119*** (0,2042)	0,5556*** (0,2001)	0,2286** (0,1031)	0,5132*** (0,1814)	0,2042** (0,0992)
la	0,4959*** (0,1628)	0,5022*** (0,1791)	0,4941*** (0,1613)	0,4975*** (0,1642)	0,4948*** (0,1590)	0,5102*** (0,1730)
cfam	6,3633*** (2,1340)	7,0743*** (2,0612)				
cest	6,7510*** (2,0896)	6,4602*** (2,0734)				
pmacv	8,2163** (3,5157)		9,2980** (3,8549)		7,9362** (3,5159)	
pmafc	7,9954** (3,3340)			9,1841*** (3,6121)	7,8913** (3,4395)	
cfampl	-0,3239 (0,2230)	-0,4107* (0,2147)				
cestpl	-0,3746* (0,2102)	-0,3997* (0,2093)				
pmacvpl	-0,4107** (0,1841)		-0,5011*** (0,1962)		-0,4248*** (0,1717)	
pmafcp	-11,8835 (8,5275)			-20,6433** (10,56579)	-11,6965 (8,3631)	
tam	2,1569*** (0,4783)	1,8502*** (0,5813)	2,0905*** (0,4528)	1,7865*** (0,4837)	2,0391*** (0,4535)	
end	-0,0036* (0,0082)	-0,0038* (0,0084)	-0,0037* (0,0086)	-0,0039* (0,0084)	-0,0035* (0,0086)	
R <sup>2</sup> Ajustado	0,4743	0,4393	0,463	0,4391	0,4641	0,4159
N	630	630	630	630	630	630

**Notas:** Esta tabela apresenta os resultados da regressão para o preço das ações sobre o Patrimônio Líquido, lucros anormais e fatores de governança corporativa. Os erros padronizados são reportados em parênteses e o \*, \*\* e \*\*\* representam o nível de significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Elaboração própria.

Adicionalmente, verificou-se que o patrimônio líquido, apesar de importante no papel de valoração das empresas no Brasil, não se apresenta muito informativo quando interagido com as medidas de governança corporativa, sinalizando que as práticas de governança podem influenciar no preço das ações sem alterar o patrimônio líquido das empresas, ajudando a explicar a parcela dos preços que não estão relacionadas com variáveis financeiras. Ademais, identifica-se que poucas características de governança conseguem explicar uma boa

quantidade do valor de mercado das ações, sinalizando que o tipo de controle e a participação do acionista principal parecem ser adequados para capturar parte das variações restantes do preço das ações.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho procurou examinar o papel da governança corporativa e estimar a contribuição desta para o valor da firma sob a perspectiva do modelo de Ohlson (1995). Ao considerar que os preços patrimoniais e de mercado das ações tendem a se diferenciar ao longo dos períodos – em função de quesitos como os de ineficiência de mercado, por exemplo – o artigo buscou uma abordagem realista no tratamento do tempo no momento em que levou em consideração um horizonte temporal de 7 anos. Os resultados da estatística descritiva corroboram esta afirmação, visto que foi identificado que a média do valor patrimonial por ação é maior do que a média do valor de mercado das ações no Brasil.

Verificou-se que o modelo de Ohlson (1995), quando modificado para capturar características de governança corporativa, tem seu  $R^2$  acrescido, ensejando um aumento do seu poder explicativo quando a variável dependente é o preço das ações. O artigo permitiu identificar também que não só o patrimônio líquido e os lucros são importantes na *valuation* das empresas.

Os resultados empíricos sugerem que a governança corporativa torna-se importante para o valor de mercado das ações bem como para o seu desempenho financeiro no longo prazo. Os resultados também fornecem evidências de que a estrutura de propriedade possui um grande papel sobre o preço das ações no Brasil. Nesse sentido, pode-se dizer que empresas sob o controle familiar e sob o controle estatal tendem a ser mais valorizadas face às empresas sem controle concentrado, sugerindo que as *proxys* de tipos de controle são adequadas para medir características de governança.

O patrimônio líquido, apesar de ter sua importância reconhecida no processo de *valuation* no Brasil, não se apresenta muito informativo quando interagido com as medidas de governança corporativa. Os resultados sinalizam que as práticas de governança podem influenciar no preço das ações sem alterar o patrimônio líquido das empresas, ajudando a explicar a parcela dos preços que não estão relacionadas com variáveis financeiras.

Embora os resultados apontem para a importância das medidas de governança corporativa, modelo de Ohlson (1995) mostrou-se capaz de explicar uma grande parcela dos preços, assumindo a relevância do Patrimônio Líquido e dos lucros para a valoração das empresas no Brasil.

Como sugestão de pesquisa, recomenda-se a incorporação de medidas de características dos conselhos de administração, no sentido de identificar se tais características exprimem importância para a (des)valorização dos preços das ações no mercado de capitais brasileiro.

## REFERÊNCIAS

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159-178, 1968.

BAUM, Christopher F. *An introduction to modern econometrics using stata*. Stata Press, 2006.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=KbxhFrNr4IAC&printsec=frontcover&dq=the+moder>

n+corporation+and+private+property&sig=5PJNd0Q8fUk9NeUK7Q-ngnNvkQ> Acesso em: 13 jun. 2008.

BRUGNI, Talles V.; SARLO NETO, Alfredo.; PARIS, Patrícia. K. S.; BASTIANELLO, Ricardo. F. Influência dos dividendos sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas listadas na BOVESPA In: V Congresso ANPCont. *Anais em CD-ROM*, Vitória, jun. 2011.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L. *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo: Saraiva, 2006.

DALMÁCIO, Flávia Z.; DE SANTANNA, Dimitri P.; LOUZADA, Luiz C.; COSTA, Fábio M. Modelo de avaliação propostos por Ohlson e suas aplicações no mercado de capitais no Brasil. In: 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, *anais em CD-ROM*, São Paulo, out. 2005.

DECHOW, Patricia M. Hutton, Amy P. SLOAN, Richard G. An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*. 26, p. 1-34, 1999.

FÁVERO, Luiz P.; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana; CHAN, Betty L. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro : Elsevier, 2009.

FRANKEL, R. LEE, C. M. C. Accounting valuation, market expectations, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, V. 25, p.283-319.

GREGORY, Alan. SALEH, Walid. TUCKER, Jon. A UK test of an inflation-adjusted Ohlson model. *Journal of Business Finance & Accounting*, V. 32, n.3-4, p.487-534, apr, 2005.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. São Paulo: Makron Books, 2006.

HAND, John R. M.; LANDSMAN, Wayne R. The pricing of dividends in equity valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (3) & (4), apr/may 2005.

HOPWOOD, A. G. Whiter accounting research? *The Accounting Review*, v. 82, p. 1365-1374, 2007.

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

KOTHARI, S. P. *Capital Markets Research in Accounting*. Mar, 2001.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, p. 471-517, 1999.

\_\_\_\_\_. Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*. V.6, n.6, 1998.

LEE, S.; LIN, C.; CHANG, P. An ohlson valuation framework for valuing corporate governance: the case of Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, v.19, issue 4, p. 420-434, 2011.

LETHBRIDGE, Eric. Governança corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n.8, p.209-232, 1997. Disponível em <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev809.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev809.pdf)>. Acesso em 18/07/2011.

LOPES, Alexandro. B. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Thomson Learning, 2002.

\_\_\_\_\_. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado á Bovespa*. 308f. Tese de doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo, 2001.

\_\_\_\_\_. *The relationship between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil*. 236f. Tese de PhD – University of Manchester, 2009.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual de elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

OHLSON, James A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, No.2, pp. 661–687, 1995.

\_\_\_\_\_. *Residual income valuation: the problems*. Mar, 2000. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218748>. Acesso em 04/01/2012.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre 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.

SAMPAIO, Ricardo B. Q.; LIMA, Bruno C. C.; DE PAULA, Alvaro L. B. O retorno das ações de empresas de controle familiar e de controle não-familiar no Brasil. In: 11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, *anais em CD-ROM*, São Paulo, jul. 2011.

SENHORAS, Eloi M. TAKEUCHI, Kelly P. TAKEUCHI, K. P. A importância estratégica da governança corporativa no mercado de capitais: um estudo internacional comparado. In: III Seget. *Anais do III Seget*. 2006.

SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, V. 52, n. 2, p.737-783, 1997.



SILVEIRA, Alexandre Di M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 152f. Dissertação de mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo, 2002.

TERRA, Paulo R. S.; LIMA, João B. N. Governança Corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, vol.17, n.42, p. 35-49, set/dez, São Paulo, 2006.

WATSON, Alan. *Legal transplants: an approach to comparative Law*. Virginia-Press, 1974.

WATTS, Ross. L. ZIMMERMAN, Jerold. L. *Positive accounting theory*. Prentice-Hall, 1986.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. The MIT Press, London, 2001.