

Governança Corporativa e Valor das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: uma Análise do Informe de Governança

Corporate Governance and Value of Brazilian Publicly Traded Companies: an Analysis of the Governance Report

Isac de Freitas Brandão

Doutor em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará
Professor de Ciências Contábeis do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará

Av. Ouvidor Vitoriano Soares Barbosa, 160 - Sanharão, Baturité - CE, CEP: 62760-000
E-mail: isac.freitas@ifce.edu.br

Resumo

Desde 2018 as empresas brasileiras de capital aberto divulgam o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas (informe de governança), indicando quais práticas recomendadas pelo código são adotadas e apresentando justificativas para as práticas não adotadas, em uma abordagem conhecida como *pratique ou explique*. Este trabalho verificou se a adoção das práticas avaliadas no informe de governança agrega valor para a empresa brasileira. Primeiramente mensurou-se através de índices o nível de adoção às práticas avaliadas no informe de governança de 209 empresas brasileiras no período de 2019 a 2021, totalizando 596 observações anuais. Em seguida analisou-se a relação dos índices com o valor de mercado das empresas e a sensibilidade desta relação a características da empresa apontadas como determinantes dos conflitos de agência: concentração de propriedade, excesso de direitos de voto, rentabilidade, endividamento e tamanho. Os resultados apontam crescente nível de aderência às práticas recomendadas no código, e que este nível está positivamente relacionado com o valor da empresa. Ademais, observou-se que esta relação é mais forte em empresas em que não há excesso de direito de voto dos acionistas controladores, mais rentáveis, menos endividadas e maiores. O trabalho apresenta evidências de que a obrigatoriedade da divulgação do informe de governança pode contribuir para maior adoção de práticas recomendadas e avaliação da qualidade da estrutura de governança das empresas brasileiras de capital aberto, com a ressalva de que a escolha de quais práticas que devem ser priorizadas pelas empresas depende de características do ambiente organizacional.

Palavras-chave: Governança corporativa. Pratique ou explique. Informe de governança.

Abstract

Since 2018, Brazilian publicly traded companies have released the report on the Brazilian Code of Corporate Governance - Listed Companies (governance report), indicating which practices recommended by the code are adopted and providing justifications for practices not adopted, in an approach known as *practice or explain*. This paper verified whether the adoption of the practices evaluated in the governance report adds value to the Brazilian firm. First, the level of adoption of the practices evaluated in the governance report of 209 Brazilian firms was measured through indexes for the period 2019 to 2021, totaling 596 annual observations. Next, the relationship of the indexes with the market value of the firms was analyzed, as well as the sensitivity of this relationship to the characteristics of the firms indicated as determinants of agency conflicts: ownership concentration, excess voting rights, profitability, indebtedness, and size. The results indicate an increasing level of adherence to the practices recommended in the code, and that this level is positively related to the firm's value. Furthermore, it was observed that this relationship is stronger in firms that do not have excessive voting rights of controlling

shareholders, more profitable, less indebted, and larger. The paper presents evidence that mandatory disclosure of governance reports can contribute to a greater adoption of recommended practices and an evaluation of the quality of the governance structure in Brazilian publicly traded companies, with the caveat that the choice of which practices should be prioritized by firms depends on the characteristics of the organizational environment.

Keywords: Corporate governance. Practice or explain. Governance report.

1 Introdução

Desde 2018 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passou a exigir das empresas de capital aberto brasileiras a entrega do informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, conhecido como informe de governança. Neste relatório as empresas devem indicar quais as práticas de governança corporativa recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas) são adotadas ou justificar sua não adoção, um modelo de divulgação conhecido como *pratique ou explique*. As primeiras pesquisas empíricas indicam crescimento no nível de aderência às práticas recomendadas (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2019b, 2020, 2021, 2022) e que a divulgação do informe de governança está associada ao valor da empresa brasileira (Mingone, Silva, Marion, & Santos, 2020), mas as justificativas relatadas para a não observância das práticas recomendadas são genéricas e pouco esclarecedoras (IBGC, 2019a, Manzanares & Leal, 2021).

Quando a divulgação das práticas recomendadas é obrigatória, a eficácia dos códigos de governança corporativa tende a ser maior, uma vez que o mecanismo disciplinar do mercado funciona melhor com a divulgação de informações sobre a adoção e/ou justificativa (Cuomo, Mallin, & Zattoni, 2016). A partir da avaliação do nível de adoção de práticas de governança corporativa relatado pela empresa e das justificativas apresentadas para a não adoção, o mercado pode penalizar a não adoção através da redução do preço da ação, ou aceitar a justificativa apresentada pela empresa (MacNeil & Li, 2006). Neste sentido, o informe de governança pode servir como instrumento de avaliação da qualidade da estrutura de governança corporativa adotada pelas empresas brasileiras de capital aberto.

Este trabalho verificou se a adoção das práticas avaliadas no informe de governança agrega valor para as empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, primeiramente mensurou-se por meio de índices o nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança das empresas listadas na Brasil Bolsa, Balcão (B³) no período de 2019 a 2021. Em seguida avaliou-se a relação dos índices de adoção de práticas de governança com o valor de mercado das empresas. Por fim, analisou-se a sensibilidade desta relação a características da empresa apontadas pela literatura como determinantes dos conflitos de agência: concentração de propriedade, excesso de direitos de voto, rentabilidade, endividamento e tamanho.

Os resultados indicam crescimento do nível de adoção das práticas de governança corporativa no período analisado. As estimações revelam que a adoção de práticas de governança corporativa está positivamente relacionada com o valor da empresa, em especial práticas relativas a conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e ética e conflitos de interesse. Ademais, observou-se que esta relação é mais forte em empresas em que não há excesso de direito de voto dos acionistas controladores e que apresentam maior rentabilidade, menor endividamento e maior tamanho.

Este trabalho apresenta três principais contribuições. Primeiro, exhibe novas evidências da relação entre adoção de práticas de governança corporativa e valor das empresas em um mercado de capitais em desenvolvimento, onde a efetividade dos mecanismos externos de governança é menor e os sistemas de governança corporativa das empresas são heterogêneas (Claessens & Yurtoglu, 2013; Durnev & Kim, 2005). Segundo, corrobora a abordagem contingencial da governança corporativa (Aguilera, Filatotchev, Gospel, & Jackson 2008;

Dedman & Filatotchev, 2008), aprofundando a análise de fatores do ambiente organizacional que contingenciam a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa. Por fim, mostra as primeiras evidências da relevância da obrigatoriedade da divulgação do informe de governança, indicando que este relatório pode ser utilizado para avaliar a qualidade do sistema de governança corporativa das empresas, com a ressalva de que a escolha de quais práticas que devem ser priorizadas pelas empresas depende de características do ambiente organizacional.

2 Referencial Teórico

A governança corporativa surgiu como uma forma de mitigar problemas de agência existentes entre *insiders* e investidores externos e garantir mais confiabilidade nas operações corporativas (Misangyi & Acharya, 2014; Silva, Santos, Santos, & Ranciaro, 2022). De forma especial, estes conflitos são mais observáveis nas sociedades anônimas de capital aberto, em que há negociação pública de ações da empresa e existe uma separação mais clara entre propriedade e gestão. Neste contexto, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos que visam assegurar o adequado retorno dos investidores externos (Shleifer & Vishny, 1997).

Em países cujo mercado de capitais apresenta forte proteção legal aos direitos dos acionistas e alto *enforcement*, os mecanismos externos de controle tendem a garantir a qualidade da governança corporativa das empresas, havendo menor variação entre os sistemas de governança corporativa das empresas (Durnev & Kim, 2005). Em países com fraca proteção legal, entretanto, a pressão do mercado de capitais para que as empresas aprimorem seus sistemas internos de governança passa a ser mais necessária (Claessens & Yurtoglu, 2013).

Desde a década de 1970 instituições privadas e governos ao redor do mundo têm desenvolvido códigos que sintetizam a boa governança, um conjunto de recomendações de "melhores práticas" (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). Geralmente as práticas contidas nos códigos de governança corporativa abrangem um conjunto de normas sobre o papel e a composição do conselho de administração, relações com acionistas e alta gerência, auditoria e divulgação de informações, e seleção, remuneração e demissão dos principais executivos (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

No que tange à implementação, os códigos de governança corporativa podem ser incorporados à legislação, como as recomendações impostas no mercado norte-americano pela Lei Sarbanes-Oxley, ou ser de adesão voluntária, como o Cadbury Report, publicado na Inglaterra em 1992 (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009). Claessens e Yurtoglu (2013) entendem que os códigos de governança corporativa com adoção voluntária estão levando mais a uma convergência formal do que seriam boas práticas do que a uma efetiva adoção destas práticas, que permanecem heterogêneas entre as empresas.

A divulgação da conformidade com os códigos de governança corporativa pode ser obrigatória ou voluntária (Cuomo et al., 2016). Dentre os modelos de divulgação obrigatória, destaca-se a abordagem *pratique ou explique*, segundo a qual, caso a empresa não adote determinada prática requerida no código, deve explicar o motivo pelo qual não o faz (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009). A lógica do princípio *pratique ou explique* é oferecer flexibilidade à governança corporativa, permitindo que a estrutura de governança se adapte às necessidades da empresa (MacNeil & Esser, 2022). Seu objetivo é proporcionar aos investidores a realização da avaliação das justificativas da não adoção das práticas recomendadas, dadas as circunstâncias da empresa (Keay, 2014). Sua popularidade se baseia na ideia de que os determinantes do tipo e da gravidade dos custos da agência decorrem da estrutura de propriedade e controle da empresa, que diferem entre os países e indústrias, e que as práticas de governança corporativa devem refletir tais diferenças (Luo & Salterio, 2014).

Além de permitir que cada empresa justifique a não adoção de determinada prática, a abordagem *pratique ou explique* pode contribuir para um processo de aprimoramento do sistema interno de governança corporativa das empresas dentro de um mesmo ambiente institucional. Sob a perspectiva da teoria da legitimidade, as empresas incorporam regras e procedimentos na busca de legitimar suas ações frente ao ambiente institucional (Meyer & Rowan, 1991). Empresas inseridas em um mesmo ambiente institucional estão expostas a um mesmo conjunto de forças e tendem a exercer influências umas sobre as outras, gerando uma dinâmica que resulta em convergência ou homogeneidade (Parente, et al., 2014). Nesse sentido, a conformidade com as práticas recomendadas nos códigos de governança corporativa de adoção voluntária, em especial em mercados emergentes, pode ser uma forma de a empresa buscar legitimidade perante a sociedade, não tendo relação com a eficiência dessas práticas (Zattoni & Cuomo, 2008).

A abordagem *pratique ou explique* é bastante difundida internacionalmente. Segundo dados da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2021), de 50 jurisdições pesquisadas, 94% seguem a abordagem *pratique ou explique* ou uma de suas variações e 62% emitem relatórios nacionais sobre a implementação de códigos de governança corporativa nas empresas. Apenas três jurisdições pesquisadas não possuem códigos ou princípios nacionais (China, Estados Unidos e Índia), e abordam estas questões principalmente através de leis, regulamentos e requisitos de listagem (OCDE, 2021).

No mercado de capitais brasileiro, diversas instituições propuseram códigos de governança corporativa a serem adotados pelas empresas. Dentre estes códigos destaca-se o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (cuja quinta e atual edição é de 2015) e os segmentos especiais de listagem da B³. Com vistas a discutir convergências de diretrizes para adoção da abordagem *pratique ou explique* no Brasil, em 2014 foi criado um grupo de trabalho formado por onze instituições do mercado de capitais brasileiro, denominado Grupo de Trabalho Interagentes. Como resultado de seus trabalhos, o Grupo de Trabalho Interagentes produziu, em 2016, um código com recomendações voltadas para empresas brasileiras de capital aberto, estruturado a partir da experiência do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas com o modelo *pratique ou explique* e tendo seu conteúdo baseado no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. Em cada um dos seus cinco capítulos (acionistas, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e ética e conflitos de interesses), o Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas) apresenta um conjunto de princípios, fundamentos e práticas recomendadas: princípios são condutas que traduzem a essência dos valores de governança corporativa; fundamentos embasam e explicam os princípios; e práticas recomendadas são regras de conduta decorrentes dos princípios (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016).

Com a Instrução 586/2017, a CVM passou a exigir das empresas brasileiras de capital aberto a entrega anual do informe de governança. Para cada prática recomendada no Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas), as empresas devem declarar se adotam de forma total, parcial ou se não adotam. Caso a empresa não adote determinada prática em sua totalidade, deve anexar justificativa. Em 2018, primeiro ano de sua obrigatoriedade, o informe de governança foi exigido apenas das empresas cujas ações estavam listadas no Índices Bovespa (Ibovespa) ou Brasil 100 (IBrX 100) da B3. A partir de 2019 o informe de governança passou a ser exigido de todas as empresas registradas na CVM na categoria A.

Ainda há pouca literatura sobre a aplicação da abordagem *pratique ou explique* no mercado de capitais brasileiro. Desde o início da obrigatoriedade do informe de governança, o IBGC realiza uma pesquisa anual sobre o nível de aderência das empresas às práticas recomendadas (IBGC, 2019a, 2019b, 2020, 2021, 2022). De forma geral, observa-se aumento da taxa de aderência média das empresas às práticas entre 2019 e 2022, e que empresas estatais,

mais rentáveis e listadas nos segmentos especiais da B³ apresentam maior nível de aderência. A pesquisa referente ao ano de 2018 (IBGC, 2019a), além de identificar o nível de adoção às práticas recomendadas, fez uma análise qualitativa das explicações das pelas empresas para a não adoção, identificando que raramente estas explicações apontam justificativas adequadas.

No meio acadêmico, Mingone et al. (2020) verificaram por meio de estudo de eventos se a divulgação do informe de governança afetou o retorno da ação das 95 empresas que o divulgaram no ano de 2018. Os resultados apontaram que o evento de divulgação do informe de governança impactou de maneira estatisticamente significativa os retornos das ações de apenas 47 das empresas pesquisadas. Manzanares e Leal (2021) analisaram as explicações para o não cumprimento das práticas recomendadas em 2018, primeiro ano de obrigatoriedade do informe de governança. Os autores encontraram evidência de que a maioria das empresas não explicou as inobservâncias de forma adequada, recorrendo a explicações genéricas e pouco esclarecedoras. Ademais, os autores identificaram que empresas estatais apresentaram maior aderência às práticas, e que tamanho e desempenho da empresa estão relacionados positivamente ao índice de adoção, enquanto a concentração de propriedade e risco de mercado apresentam relação negativa.

A divulgação, para Verrecchia (2001), pode ser analisada sob três enfoques: efeito da divulgação sobre o comportamento dos investidores; motivos da divulgação; e forma de divulgação mais eficiente. Sob a primeira perspectiva, a relevância da adoção das práticas avaliadas no informe de governança para o valor de mercado das empresas brasileiras carece de evidência empírica, e a literatura aponta duas possíveis respostas: da abordagem da teoria da agência e da abordagem contingencial da governança corporativa.

Considerando os pressupostos da teoria da agência, a eficácia da governança corporativa está relacionada à redução dos conflitos de agência (Dey, 2008). A adoção de práticas de governança corporativa, neste sentido, visa reduzir a assimetria informacional e alinhar os interesses entre gestores/controladores e investidores externos, melhorando a performance operacional e financeira e reduzindo o custo de capital, o que contribui para elevar o valor da empresa (Claessens & Yurtoglu, 2013; Love, 2011). Com a divulgação do informe de governança, investidores externos podem avaliar se as práticas recomendadas são implementadas. Como os investidores externos não tolerariam o maior risco de expropriação sem receber um prêmio por este risco, o valor de uma empresa com mecanismos "ruins" de governança corporativa seria inferior ao valor de uma empresa sem problemas de governança corporativa (Goncharov, Werner, & Zimmermann, 2006).

Segundo a abordagem contingencial da governança corporativa, entretanto, a eficácia dos mecanismos de governança corporativa depende do ambiente organizacional da empresa (Aguilera et al., 2008; Dedman & Filatotchev, 2008). Neste contexto, o modelo de divulgação *pratique ou explique* permite que a empresa justifique a não adoção das práticas recomendadas, e a explicação para o uso de uma prática alternativa pode ser uma indicação de que a empresa desenvolveu, dadas suas circunstâncias e necessidades específicas, um sistema de governança corporativa mais eficiente ou eficaz em termos de custo do que as recomendações do código (Luo & Salterio, 2014). Assim, se as justificativas apontadas pelas empresas para a não adoção das práticas recomendadas forem adequadas segundo a percepção dos investidores externos, estes não penalizariam a empresa, e o nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança não afetaria o valor da empresa.

3 Hipóteses de Pesquisa

A primeira hipótese de pesquisa versa sobre a relação entre o nível de adoção de práticas avaliadas no informe de governança e o valor da empresa. No Brasil, a literatura empírica tem indicado que há relação positiva entre adoção de práticas de governança corporativa e valor da

empresa (Caixe & Krauter, 2014; Catapan & Colauto, 2014; Corrêia, Amaral, & Louvet, 2011), o que pode ser explicado sob a ótica da redução de conflitos de agência. Ademais, embora o informe de governança permita que a empresa justifique a não adoção das práticas recomendadas, a análise da qualidade destas justificativas tem mostrado que as mesmas são inadequadas (IBGC, 2019a; Manzanares & Leal, 2021). Neste sentido, argumenta-se que o nível de adoção das práticas avaliadas é visto por investidores como sinalização de uma melhor estrutura de governança corporativa, apresentando relação positiva com o valor da empresa.

Hipótese 1: O nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança está positivamente relacionado com o valor da empresa

Um dos pressupostos da abordagem *pratique ou explique* é que a eficácia das práticas de governança corporativa em reduzir os custos de agência pode ter diferentes níveis, uma vez que características específicas da empresa que determinam o tipo e a severidade dos problemas de agência (Luo & Salterio, 2014). Ahmad, Akbar, Kodwani, Halari, & Shah (2021) encontraram evidência de que o *compliance* com algumas práticas recomendadas no Cadbury Report é mais benéfico para o valor de empresas britânicas do que outras, sugerindo que todas as recomendações não devem ser aplicadas universalmente para empresas de diferentes contextos. Neste sentido, Aguilera et al. (2008) identificam três categorias de fatores organizacionais que podem afetar a eficácia das práticas de governança corporativa: custos, que se referem ao valor dos insumos para a implementação e manutenção das práticas de governança corporativa; contingências, que se referem a fatores do ambiente interno e externo à organização que podem afetar a eficácia de práticas de governança corporativa; e complementaridades, que se referem à interdependência entre duas ou mais práticas necessárias à maximização da eficácia da governança corporativa.

Nesta pesquisa serão analisadas cinco características das empresas brasileiras que podem afetar o tipo e a severidade dos problemas de agência, e consequentemente, afetar a eficácia das práticas avaliadas no informe de governança: concentração de propriedade, excesso de direitos de voto, rentabilidade, endividamento e tamanho. Espera-se que a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa seja maior em empresas cujos conflitos de agência sejam mais acentuados (Renders & Gaeremynck, 2012).

Os conflitos de agência nascem das diferentes configurações de estrutura de propriedade das empresas (Claessens & Yurtoglu, 2013). No Brasil, a estrutura de propriedade das empresas é caracterizada pela presença de controle acionário definido, com alta concentração acionária, emissão de ações sem direito a voto e estruturas piramidais de controle (Aldrichi & Postali, 2011; Crisóstomo & Brandão, 2019). Estas características favorecem a predominância dos conflitos de agência do tipo principal-principal, entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). O aumento da concentração de propriedade (direitos de fluxos de caixa) pode favorecer o alinhamento de interesses, denominado de efeito incentivo (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002). A presença de acionista controlador com alto percentual de direitos a fluxos de caixa pode funcionar como um mecanismo de monitoramento direto da gestão, substituindo a necessidade de outras práticas de governança corporativa. Argumenta-se, portanto, que a maior concentração de propriedade (direitos a fluxos de caixa) reduz a possibilidade de conflitos de agência nas empresas brasileiras, resultando em uma relação mais fraca entre adoção de práticas de governança corporativa e valor da empresa.

Hipótese 2: A relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa é mais forte nas empresas com menor concentração de propriedade

O excesso de direitos de voto dos acionistas controladores em relação a direitos de fluxos de caixa, por outro lado, pode garantir o controle com um menor investimento de caixa, e o acionista controlador pode extrair riqueza da empresa, obtendo todos os benefícios desta expropriação, cujos custos são compartilhados com os demais sócios (Claessens & Fan, 2002). Neste caso, os conflitos de agência tendem a ser mais acentuados, uma vez que o acionista controlador tem poder (direitos de voto) e incentivo (excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxos de caixa) para expropriar acionistas minoritários (Cueto, 2013). Espera-se que, nestas circunstâncias, a implementação de práticas adicionais de governança corporativa seja mais eficaz.

Hipótese 3: A relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa é mais forte nas empresas em que acionistas controladores detenham excesso de direitos de voto

A rentabilidade, medida por indicadores como o retorno sobre ativos, está diretamente relacionada à disponibilidade de fluxos de caixa para a empresa. De acordo com a teoria dos fluxos de caixa livre (Jensen, 1986), a maior disponibilidade de recursos disponíveis eleva os conflitos de agência entre gestores e acionistas. Argumenta-se que nas empresas com maior rentabilidade há maior necessidade de monitoramento dos gestores, em face à maior disponibilidade de fluxos de caixa livre. Corroborando este argumento, Araújo, Corrêa, Bressan, Barbosa e Avelino (2021) encontraram relação positiva entre fluxos de caixa livre e listagem no segmento Novo Mercado da B³, que apresenta regras mais rígidas de governança corporativa. Com relação ao informe de governança, pesquisa do IBGC em 2022 também encontrou relação positiva entre nível de adoção das práticas requeridas e rentabilidade (IBGC, 2022). Considerando o *framework* de Aguilera et al. (2008), nas empresas com menor rentabilidade há menos recursos disponíveis para implementação e manutenção de mecanismos de governança corporativa, podendo esta ser outra justificativa para a não adoção das práticas recomendadas. Empiricamente, Black, Carvalho, Kanna, Kim e Yortoglu (2020), encontraram evidência em uma análise de mercados emergentes (incluindo o Brasil) de que a adoção de práticas de governança corporativa é mais benéfica em empresas de maior rentabilidade. Espera-se, portanto, que nas empresas mais rentáveis a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e valor da empresa seja mais forte.

Hipótese 4: A relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa é mais forte nas empresas mais rentáveis

Uma das formas de reduzir os custos de agência relativos aos fluxos de caixa livre é por meio da dívida, que força os gestores restringir a utilização do fluxo de caixa disponível pela necessidade de pagamento futuro da dívida (Jensen, 1986). O endividamento também pode ser um mecanismo externo de controle, dado os esforços de monitoramento dos credores sobre a gestão, substituindo a necessidade de investimento da empresa em mecanismos internos de governança corporativa (Nascimento, Angotti, Macedo, & Bortolon, 2018). Da mesma forma que a rentabilidade, conforme o *framework* de Aguilera et al. (2008), o comprometimento dos fluxos de caixa com o pagamento futuro de dívida reduz a disponibilidade de recursos para implementação e manutenção de mecanismos de governança corporativa. A partir dos pressupostos teóricos apresentados, espera-se que nas empresas com maior endividamento a relação das práticas de governança corporativa com o valor da empresa seja mais fraca.

Hipótese 5: A relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa é mais forte nas empresas menos endividadas

O tamanho é uma das características que indica o nível de complexidade da empresa. A maior complexidade, por sua vez, gera a demanda por mais mecanismos de controle, que podem ser estabelecidos pela adoção de práticas de governança corporativa (Assunção, Luca, & Vasconcelos, 2017). Silveira, Leal, Barros e Silva (2009) complementam que empresas maiores podem enfrentar maiores custos de agência como resultado de seu fluxo de caixa livre, exigindo melhores práticas de governança corporativa para mitigar este problema. Sob a perspectiva do custo, os autores complementam que empresas maiores têm mais recursos financeiros disponíveis para implementar práticas dispendiosas de governança corporativa (Silveira et al., 2009). Empiricamente, Nascimento et al. (2020) encontraram evidência de que a relação entre governança corporativa e tamanho só é significativa estatisticamente nas empresas brasileiras de maior porte. Black et al. (2020), por outro lado, não encontraram diferenças significativas na relação entre adoção de práticas de governança corporativa e valor, quando comparadas empresas brasileiras menores e maiores. Considerando os argumentos apresentados, hipotetiza-se que o maior tamanho da empresa eleva os custos e os problemas de agência, resultando em uma relação mais forte entre adoção de práticas de governança corporativa e valor.

Hipótese 6: A relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa é mais forte nas empresas maiores

4 Metodologia

4.1 População e amostra

A população da pesquisa são as empresas listadas na B³ que divulgam o informe de governança. Segundo o IBGC (2022), 423 empresas publicaram o informe de governança no ano de 2022.

A amostra inicial foi composta por empresas que divulgaram o informe de governança nos anos de 2019 a 2021 e que apresentaram no período pesquisado liquidez mínima em bolsa (por conta da necessidade de se calcular o valor de mercado da empresa). Não foi incluído o exercício de 2018 por ter sido o primeiro ano de divulgação do informe de governança, sendo obrigatório apenas para empresas com ações listadas no Índices Bovespa (Ibovespa) ou Brasil 100 (IBrX 100) da B³. O exercício de 2022 não foi incluído por não apresentar dados completos para análise no momento da coleta de dados da pesquisa (primeiro semestre de 2022). Da amostra inicial de 332 empresas foram excluídas empresas em recuperação judicial, do setor de financeiro e que apresentavam patrimônio líquido negativo. A amostra final resultou em um painel desbalanceado de 209 empresas e 596 observações anuais.

4.2 Modelo empírico e variáveis

A relação entre o nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e o valor das empresas brasileiras foi analisada através do modelo apresentado na equação 1, em que: $VM_{i,t}$ é valor de mercado da empresa i no ano t ; α é o intercepto da equação; β são os coeficientes dos regressores; $GC_{i,t}$ é o nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança da empresa i no ano t ; $PROP_{i,t}$ é a concentração de propriedade empresa i no ano t ; $EXC_{i,t}$ é o excesso de direitos de voto da empresa i no ano t ; $ROA_{i,t}$ é o retorno sobre ativos da empresa i no ano t ; $END_{i,t}$ é o endividamento da empresa i no ano t ; $TAM_{i,t}$ é o tamanho da empresa i no ano t ; e ε é o termo de erro.

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 GC_{i,t} + \beta_2 PROP_{i,t} + \beta_3 EXC_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 TAM_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

O valor de mercado das empresas foi operacionalizado pelo Q de Tobin (Q), calculado pela razão entre o *enterprise value* e o ativo total. O *enterprise value* foi extraído diretamente da base de dados Economática®, e contempla, além do valor de mercado das ações da empresa, a dívida total líquida e a participação dos acionistas minoritários. O ativo total foi extraído das demonstrações financeiras padronizadas, também disponíveis na base de dados Economática®.

O nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança (GC) foi mensurado por meio da construção de índices. Com base nas respostas contidas no informe de governança, para cada uma das 54 práticas recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas) foi atribuída uma pontuação para cada empresa/ano: 2, caso a empresa adote a prática em sua totalidade; 1, caso a empresa adote parcialmente a prática; e zero, caso a empresa não adote. As práticas que a empresa informa não aplicáveis à sua realidade não foram computadas na pontuação da empresa. O índice geral de governança corporativa (IGC) de cada empresa/ano foi calculado pela razão entre a soma da pontuação obtida pela empresa nas práticas a ela aplicáveis e a pontuação máxima possível. Além do IGC foram calculados 5 subíndices referentes às áreas da governança corporativa em que se divide o código e o próprio informe de governança (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016): acionistas (ACI), composto por 12 práticas; conselho de administração (CA), composto por 12 práticas; diretoria (DIR), composto por 10 práticas; órgãos de fiscalização e controle (FISC), composto por 12 práticas; e ética e conflitos de interesse (ETIC), composto por 8 práticas.

Foram inseridas cinco variáveis de controle no modelo, referentes a fatores do ambiente organizacional que possivelmente afetam o tipo e a severidade dos conflitos de agência, conforme relatado na argumentação das hipóteses: concentração de propriedade (hipótese 2); excesso de direitos de voto (hipótese 3); rentabilidade (hipótese 4); endividamento (hipótese 5); e tamanho (hipótese 6). Estes fatores ambientais são também relatados na literatura como possíveis determinantes do valor da empresa brasileira (Brandão, 2022; Brandão & Crisóstomo, 2023; Nascimento et al., 2018)

cujos dados foram extraídos da base de dados Economática®. A concentração de propriedade (PROP) foi mensurada pelo percentual de ações totais da empresa que não estão em circulação; o excesso de direitos de voto (EXC) foi calculado pela diferença entre o percentual de ações ordinárias e totais da empresa que não estão em circulação; o retorno sobre ativos (ROA), *proxy* de rentabilidade, foi calculado pela razão entre o EBIT e o ativo total; o endividamento (END) foi calculado pela razão entre o passivo exigível (circulante e não circulante) e o ativo total; e o tamanho (TAM) foi operacionalizado pelo logaritmo natural do ativo total. Ademais, todas as estimações foram controladas por efeitos fixos de setor de atividade (classificação do Economática) e ano.

4.3 Procedimentos estatísticos

Para testar a primeira hipótese de pesquisa foram processadas seis estimações, conforme a equação 1, considerando em cada estimativa um índice do nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança (IGC, ACI, CA, DIR, FISC e ETIC). Para testar as demais hipóteses de pesquisa (hipóteses 2, 3, 4, 5 e 6) foram processadas as mesmas estimações realizadas no teste da primeira hipótese interagindo GC com variáveis binárias indicativas de empresas com alta e baixa concentração de propriedade (A.PROP e B.PROP), presença e ausência de excesso de direitos de voto (A.EXC e B.EXC), alta e baixa rentabilidade (A.ROA e B.ROA), alto e baixo endividamento (A.END e B.END) e maior e menor tamanho (A.TAM e B.TAM). As subamostras foram definidas considerando a mediana das variáveis de controle (PROP, ROA, END e TAM), com exceção do excesso de direitos de voto (EXC), em que a medida de corte foi 0,00. Após as estimações, os valores dos coeficientes de GC entre as variáveis interativas foram comparados por meio de testes de diferença de coeficientes (teste t).

Todas as estimações foram processadas utilizando a modelagem *feasible generalized least squares* (FGLS), no intuito de mitigar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos. Não foram escolhidas modelagens de efeitos fixos ou primeiras diferenças (GMM) porque a variável de interesse (GC) apresenta baixa variação temporal, o que torna os estimadores destas modelagens imprecisos. Análises do fator de inflação de variação e de correlação não indicaram problemas de colinearidade ou multicolinearidade entre as variáveis independentes em todas as estimações.

5 Resultados e Discussão

5.1 Adoção de práticas de governança corporativa

Inicialmente foi realizada a avaliação do nível de adoção das 54 práticas recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas). As práticas com maior índice de adoção tratam da qualidade das atas de assembleia geral ordinária (98,91%) e reuniões do conselho de administração (97,82%). Outras práticas com alto índice de adoção se referem à proibição de reserva de indicações de diretores a acionistas (95,30%), definição clara das funções e responsabilidades dos agentes de governança (92,37%) e ocupação de cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração por pessoas diferentes (92,11%). As três práticas com menor índice de adoção estão relacionadas ao conselho de administração: avaliação de membros do conselho de administração (34,56%), plano de sucessão do diretor-presidente (35,07%) e política de indicação de membros do conselho de administração (37,50%). Outras práticas com baixo índice de adoção são normas relativas ao funcionamento e à composição do comitê de auditoria estatutário (39,93%) e regras estatutárias que tratam da composição do conselho de administração (40,60%). Estes resultados são semelhantes aos encontrados nos estudos do IBGC (2019b, 2020, 2021, 2022).

Para o cálculo dos índices de cada empresa foram excluídas práticas que a empresa considera como não aplicáveis à sua realidade. Dentre estas práticas encontram-se mecanismos aplicados somente a sociedades de economia mista (três práticas), medidas de defesa para empresas com baixa concentração acionária (três práticas), conselho fiscal (duas práticas), acordo de acionistas (uma prática) e terceirização da auditoria interna (uma prática). Observa-se que, de fato, as empresas só consideraram como não aplicáveis práticas que não podem ser adotadas por conta de sua estrutura societária ou por sua estrutura formal de governança corporativa.

Na Tabela 1 é apresentado o nível médio de adoção de práticas recomendadas no código brasileiro de governança corporativa, considerando o índice geral e os subíndices referentes às cinco áreas do código. O índice geral de governança corporativa médio é de 67,7%, com destaque para as práticas relativas à diretoria, que apresentam maiores índices nos três anos analisados. Pelo fato de os estudos do IBGC (2019a, 2019b, 2020, 2021, 2022) considerarem apenas a adoção de cada prática de forma integral, os resultados desta pesquisa, que consideram também a adoção parcial, apresentam valores médios superiores.

Tabela 1

Média dos índices de adoção de práticas de governança corporativa por ano

Adoção de práticas de governança corporativa	2019	2020	2021	Total	JT
Índice geral de governança corporativa (IGC)	0,645	0,681	0,704	0,677	3,692***
Acionistas (ACI)	0,667	0,692	0,709	0,689	2,250**
Conselho de administração (CA)	0,603	0,636	0,656	0,632	2,698***
Diretoria (DIR)	0,707	0,731	0,754	0,731	2,516**
Órgãos de fiscalização e controle (FISC)	0,617	0,662	0,698	0,659	3,604***
Ética e conflitos de interesse (ETIC)	0,652	0,698	0,722	0,691	3,392***
Amostra (número de empresas)	196	203	197	596	

JT: Teste de Jonckheere-Terpstra (estatística S). Significância estatística: 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

A análise da evolução temporal indica crescimento no nível médio de adoção das práticas requeridas no informe de governança no período de 2019 a 2021: a estatística descritiva revela crescimento dos valores médios da amostra e o teste de Jonckheere-Terpstra é significativo para todos os índices (Tabela 1). Estes resultados corroboram pesquisas do IBGC (2019b, 2020, 2021, 2022), indicando que as empresas vêm aumentando o nível de adoção de práticas de governança corporativa nos primeiros anos da obrigatoriedade do informe de governança no Brasil.

Analizando estes achados à luz da teoria da legitimidade, embora não se possa atribuir o crescimento do nível de adoção de práticas de governança corporativa à obrigatoriedade da divulgação do informe de governança, a divulgação de informações é uma forma de as empresas buscarem legitimidade social (Furio, Giomo, & Bursatto, 2021). Nesse entido, a conformidade com o Código Brasileiro de Governança Corporativa pode ser utilizada pelas empresas brasileiras como uma forma de legitimar sua estrutura de governança corporativa. Esta busca por legitimar-se através da conformidade com o código de boa governança, apesar de contribuir para maior nível de adesão das práticas recomendadas, pode levar empresas a adotar práticas que não são adequadas à sua realidade, destruindo seu valor ao invés de agregar (Orihara & Eshraghi, 2022).

5.2 Governança corporativa e valor de mercado

Na tabela 2 é apresentada a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. Observa-se que o valor do Q de Tobin médio é superior à unidade, indicando que, na média, as empresas amostradas apresentam *enterprise value* maior do que o valor patrimonial dos ativos. Os índices que medem o nível de adoção de práticas de governança corporativa, embora apresentem baixa variabilidade, tem valores mínimo e máximo bastante extremos, indo de 0,00% (para subíndices relativos a órgãos de fiscalização e controle e ética e conflitos de interesse) até 100% (para os cinco subíndices), indicando heterogeneidade das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas.

Tabela 2

Estatística descritiva das variáveis métricas do estudo

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Q	1,149	0,896	0,912	-0,128	7,851
IGC	0,677	0,710	0,185	0,160	0,990
ACI	0,689	0,750	0,222	0,111	1,000
CA	0,632	0,625	0,200	0,083	1,000
DIR	0,731	0,750	0,212	0,125	1,000
FISC	0,659	0,722	0,253	0,000	1,000
ETIC	0,691	0,727	0,236	0,000	1,000
PROP	0,500	0,532	0,281	0,000	0,998
EXC	0,075	0,000	0,149	-0,172	0,641
ROA	0,082	0,075	0,116	-0,583	1,241
END	0,574	0,596	0,195	0,004	0,997
TAM	15,487	15,524	1,816	9,590	20,711

Variáveis: Q de Tobin (Q), índice geral de governança corporativa (IGC), acionistas (ACI), conselho de administração (CA), diretoria (DIR), órgãos de fiscalização e controle (FISC), ética e conflitos de interesse (ETIC), concentração de propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END) e tamanho (TAM).

Na Tabela 3 é apresentada a matriz de correlação entre as variáveis do estudo. Não foram identificadas correlações significantes entre o Q de Tobin e os índices de adoção de práticas de governança corporativa. Por outro lado, observa-se forte correlação positiva entre os índices relativos às áreas da governança corporativa, o que sugere que as empresas buscam aderir de

forma sistemática às práticas recomendadas, sem preferir práticas relacionadas a determinadas áreas. Para as variáveis de controle, verifica-se correlação positiva do Q de Tobin com concentração de propriedade e rentabilidade e negativa com o excesso de direitos de voto, endividamento e o tamanho. Os índices de adoção de práticas de governança corporativa, por sua vez, estão positivamente correlacionados com endividamento e tamanho, e apresentam relação negativa com concentração de propriedade.

Tabela 3

Matriz de correlação entre as variáveis métricas do estudo

	Q	IGC	ACI	CA	DIR	FISC	ETIC	PROP	EXC	ROA	END
IGC	0,04										
ACI	0,04	0,65***									
CA	0,05	0,90***	0,56***								
DIR	0,03	0,81***	0,44***	0,71***							
FISC	0,04	0,84***	0,34***	0,68***	0,60***						
ETIC	0,03	0,88***	0,46***	0,70***	0,61***	0,73***					
PROP	0,13**	-0,31**	-0,41**	-0,35***	-0,24**	-0,17**	-0,18**				
EXC	-0,14**	-0,12**	-0,35**	-0,07	-0,05	-0,05	-0,07	-0,10*			
ROA	0,14**	-0,06	-0,16**	-0,05	-0,10*	0,01	0,01	0,10*	0,14***		
END	-0,15**	0,27**	0,18**	0,22**	0,27**	0,23**	0,23**	-0,05	-0,12**	-0,16***	
TAM	-0,10*	0,64**	0,32**	0,54**	0,48**	0,60**	0,63**	-0,14**	0,03	0,06	0,28**

Variáveis: Q de Tobin (Q), índice geral de governança corporativa (IGC), acionistas (ACI), conselho de administração (CA), diretoria (DIR), órgãos de fiscalização e controle (FISC), ética e conflitos de interesse (ETIC), concentração de propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END) e tamanho (TAM). **Significância estatística:** 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

Na Tabela 4 são apresentados os resultados das estimações em que se analisou a relação entre nível de adoção de práticas de governança corporativa recomendadas e valor da empresa. Verifica-se que o índice geral de governança corporativa está positivamente relacionado com o valor da empresa (estimação 1), assim como os subíndices relativos a conselho de administração (estimação 3), diretoria (estimação 4), órgãos de fiscalização e controle (estimação 5) e ética e conflitos de interesse (estimação 6). O nível de adoção de práticas relacionadas aos acionistas, por outro lado, não está relacionado com o valor da empresa (estimação 1).

Tabela 4

Práticas de governança corporativa e valor da empresa

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q					
	1 GC = IGC	2 GC = ACI	3 GC = CA	4 GC = DIR	5 GC = FISC	6 GC = ETIC
IGC	1,161*** (0,272)					
ACI		0,317 (0,212)				
CA			0,821*** (0,226)			
DIR				0,561*** (0,200)		
FISC					0,682*** (0,176)	
ETIC						0,652*** (0,196)
PROP	0,418*** (0,135)	0,329** (0,144)	0,394*** (0,136)	0,323** (0,133)	0,311** (0,130)	0,287** (0,130)
EXC	-0,558** (0,255)	-0,612** (0,274)	-0,659*** (0,252)	-0,721*** (0,252)	-0,661*** (0,252)	-0,683*** (0,252)
ROA	1,469*** (0,312)	1,370*** (0,316)	1,420*** (0,313)	1,455*** (0,316)	1,391*** (0,312)	1,369*** (0,313)

END	-0,719*** (0,195)	-0,691*** (0,198)	-0,693*** (0,196)	-0,712*** (0,197)	-0,696*** (0,196)	-0,694*** (0,196)
TAM	-0,092*** (0,026)	-0,038* (0,023)	-0,068*** (0,024)	-0,050** (0,023)	-0,075*** (0,024)	-0,073*** (0,025)
INTERCEPTO	1,424*** (0,360)	1,177*** (0,370)	1,342*** (0,361)	1,205*** (0,363)	1,577*** (0,368)	1,553*** (0,370)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	165,43***	145,59***	159,21***	152,61***	161,36***	156,47***

Variável dependente: Q de Tobin (Q). **Variáveis explicativas de interesse:** índice geral de governança corporativa (IGC), acionistas (ACI), conselho de administração (CA), diretoria (DIR), órgãos de fiscalização e controle (FISC) e ética e conflitos de interesse (ETIC). **Variáveis de controle:** concentração propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END), tamanho (TAM) e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **Significância estatística:** 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

Os achados mostrados na Tabela 4 indicam que as práticas recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas) agregam valor à empresa, seja pelo aumento da expectativa de fluxos de caixa futuros, seja pela redução do custo de capital (Claessens & Yurtoglu, 2013; Love, 2011). Estes resultados corroboram a primeira hipótese de pesquisa, de que o nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança está positivamente relacionado com o valor da empresa brasileira. O aumento do nível de adoção destas práticas, observado na Tabela 1 e nos estudos do IBGC (2019b, 2020, 2021, 2022), sugere que as empresas amostradas estão reconhecendo o valor agregado destas práticas, buscando maior conformidade com o código brasileiro de governança corporativa. Neste sentido, a obrigatoriedade da divulgação do informe de governança, ao menos no que tange à análise da do nível de adoção das práticas recomendadas no código, pode servir como um instrumento de avaliação da qualidade do sistema de governança das empresas brasileiras de capital aberto, auxiliando o mecanismo disciplinador do mercado (Cuomo et al., 2016).

A relação positiva entre nível de adoção de práticas de governança corporativa recomendadas e valor da empresa, por outro lado, traz indícios que as justificativas das empresas para a não adoção das práticas recomendadas não está sendo consideradas por investidores ou estão sendo inadequadas. Caso estas justificativas fossem adequadas e consideradas por investidores, não haveria desconto no valor da empresa por sua não adoção (Luo & Salterio, 2014). A evidência anterior tem apontado mais para a inadequação das justificativas, uma vez que estas têm se mostrado, em grande parte, genéricas e pouco esclarecedoras (IBGC, 2019a; Manzanares & Leal, 2021).

Outro ponto a destacar na Tabela 4 é ausência de significância estatística da relação entre adoção de práticas de governança corporativa relacionadas aos acionistas e o valor da empresa. Este achado indica que nem todas as práticas recomendadas no código brasileiro de governança corporativa podem estar agregando valor à empresa, o que pode indicar a necessidade de se observar condições do ambiente organizacional para a proposição de práticas eficazes de governança corporativa (Ahmad et al, 2021). De acordo com o *framework* proposto por Aguilera et al, (2008), a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa pode ser influenciada por custos, contingências ou complementariedades. Neste sentido, a eficácia de práticas relativas aos acionistas, no conjunto total das empresas analisadas, pode estar sendo afetada por um ou mais destes três tipos de fatores.

Entre as variáveis de controle, observa-se que a concentração de propriedade e a rentabilidade são fatores que apresentam relação positiva com o valor das empresas analisadas. Por outro lado, o excesso de direitos de voto, o endividamento e o tamanho se relacionam negativamente.

5.3 Governança corporativa e valor de mercado por características organizacionais

Para verificar se fatores do ambiente organizacional podem estar contribuindo para a relação entre nível de adoção de práticas de governança corporativa recomendadas e valor da empresa, foram processadas estimações considerando a interação dos índices de governança corporativa (IGC, ACIO, CA, DIR, FSC e ETIC) com variáveis binárias definidas por: mediana de concentração de propriedade – B.PROP e A.PROP (Tabela 5); presença de excesso de direitos de voto – B.EXC e A.EXC (Tabela 6); mediana da rentabilidade – B.ROA e A.ROA (Tabela 7); mediana do endividamento – B.END e A.END (Tabela 8); e mediana do tamanho – B.TAM e A.TAM (Tabela 9).

Conforme mostrado na Tabela 5, os direitos de fluxos de caixa dos acionistas controladores não afetam a relação entre adoção de práticas de governança e valor da empresa. No geral, não se observou diferenças na significância estatística dos coeficientes das variáveis interativas (B.PROP e A.PROP), resultado corroborado pelo teste de diferença dos coeficientes (teste t). Estes achados vão de encontro à hipótese levantada (hipótese 2), segundo a qual se esperava que o efeito da adoção das práticas de governança corporativa sobre o valor seria mais forte nas empresas com menor concentração de propriedade (B.PROP). Neste sentido, não há evidência de que o monitoramento exercido pelos acionistas controladores, quando detêm maior percentual do capital da empresa, está substituindo outros mecanismos de monitoramento e incentivo, expressos pelas práticas avaliadas no informe de governança.

Tabela 5

Práticas de governança corporativa e valor da empresa por concentração de propriedade

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q					
	1 GC = IGC	2 GC = ACI	3 GC = CA	4 GC = DIR	5 GC = FISC	6 GC = ETIC
B.PROP*IGC	1,147*** (0,285)					
A.PROP*IGC	1,172*** (0,281)					
B.PROP*ACI		0,269 (0,242)				
A.PROP*ACI		0,332 (0,215)				
B.PROP*CA			0,835*** (0,245)			
A.PROP*CA			0,810*** (0,236)			
B.PROP*DIR				0,529** (0,215)		
A.PROP*DIR				0,589*** (0,211)		
B.PROP*FISC					0,644*** (0,191)	
A.PROP*FISC					0,726*** (0,194)	
B.PROP*ETIC						0,660*** (0,210)
A.PROP*ETIC						0,643*** (0,209)
PROP	0,393* (0,203)	0,264 (0,213)	0,416** (0,201)	0,260 (0,206)	0,234 (0,194)	0,303 (0,191)
EXC	-0,549** (0,260)	-0,603** (0,275)	-0,667*** (0,258)	-0,700*** (0,258)	-0,630** (0,258)	-0,689*** (0,258)
ROA	1,472*** (0,313)	1,376*** (0,316)	1,418*** (0,313)	1,459*** (0,317)	1,401*** (0,312)	1,366*** (0,313)
END	-0,718*** (0,195)	-0,685*** (0,198)	-0,695*** (0,196)	-0,712*** (0,197)	-0,692*** (0,196)	-0,695*** (0,197)
TAM	-0,092*** (0,026)	-0,037* (0,023)	-0,068*** (0,024)	-0,050** (0,023)	-0,075*** (0,024)	-0,073*** (0,025)
INTERCEPTO	1,437*** (0,369)	1,219*** (0,383)	1,331*** (0,369)	1,233*** (0,370)	1,615*** (0,375)	1,545*** (0,378)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	165,47***	145,81***	159,24***	152,81***	161,73***	156,49***
Teste t	0,03	0,18	0,02	0,16	0,29	0,01

Variável dependente: Q de Tobin (Q). **Variáveis explicativas de interesse:** interação do nível de adoção de práticas de governança (IGC, ACI, CA, DIR, FISC e ETIC) com variáveis binárias indicativas da concentração de propriedade (B.PROP = 299 observações com menor concentração de propriedade; A.PROP = 297 observações com maior concentração de propriedade). **Variáveis de controle:** concentração de propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END), tamanho (TAM) e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **Teste t:** teste de diferença de médias entre coeficientes de B.PROP e A.PROP. **Significância estatística:** 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

Tabela 6

Práticas de governança corporativa e valor da empresa por excesso de direitos de voto

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q					
	1 GC = IGC	2 GC = ACI	3 GC = CA	4 GC = DIR	5 GC = FISC	6 GC = ETIC
B.DIF*IGC	1,191*** (0,270)					
A.DIF*IGC	0,681** (0,325)					
B.DIF*ACI		0,322 (0,211)				
A.DIF*ACI		-0,296 (0,299)				
B.DIF*CA			0,924*** (0,226)			
A.DIF*CA			0,258 (0,283)			
B.DIF*DIR				0,648*** (0,202)		
A.DIF*DIR				0,216 (0,242)		
B.DIF*FISC					0,852*** (0,183)	
A.DIF*FISC					0,318 (0,208)	
B.DIF*ETIC						0,756*** (0,199)
A.DIF*ETIC						0,282 (0,236)
PROP	0,496*** (0,138)	0,383*** (0,144)	0,499*** (0,139)	0,411*** (0,137)	0,415*** (0,133)	0,373*** (0,133)
EXC	0,219 (0,387)	0,204 (0,392)	0,326 (0,392)	0,029 (0,391)	0,156 (0,356)	0,069 (0,368)
ROA	1,476*** (0,310)	1,403*** (0,314)	1,430*** (0,310)	1,477*** (0,315)	1,396*** (0,309)	1,381*** (0,311)
END	-0,676*** (0,195)	-0,633*** (0,197)	-0,635*** (0,195)	-0,667*** (0,197)	-0,665*** (0,194)	-0,661*** (0,195)
TAM	-0,089*** (0,026)	-0,037 (0,022)	-0,069*** (0,024)	-0,051** (0,023)	-0,080*** (0,024)	-0,075*** (0,025)
INTERCEPTO	1,370*** (0,359)	1,177*** (0,367)	1,298*** (0,358)	1,160*** (0,361)	1,547*** (0,365)	1,505*** (0,368)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	174,41***	156,05***	172,68***	160,48***	174,51***	166,33***
Teste t	7,03***	8,40***	10,63**	6,27**	10,355***	7,81***

Variável dependente: Q de Tobin (Q). **Variáveis explicativas de interesse:** interação do nível de adoção de práticas de governança (IGC, ACI, CA, DIR, FISC e ETIC) com variáveis binárias indicativas da concentração de propriedade (B.EXC = 414 observações sem excesso de direitos de voto; A.EXC = 182 observações com excesso de direitos de voto). **Variáveis de controle:** concentração de propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END), tamanho (TAM) e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **Teste t:** teste de diferença de médias entre coeficientes de B.EXC e A.EXC. **Significância estatística:** 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

O excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxos de caixa detidos por acionistas controladores parece reduzir a força da relação entre adoção de práticas recomendadas no informe de governança e Q de Tobin (Tabela 6). Embora o IGC apresente relação positiva com o valor de empresas com e sem excesso de direitos de voto (estimação 1), a adoção de práticas relacionadas a conselho de administração (estimação 3), diretoria

(estimação 4), órgãos de fiscalização e controle (estimação 5) e ética e conflitos de interesses (estimação 6) só apresentam relação positiva e estatisticamente significativa com o Q de Tobin quando não há excesso de direitos de voto de acionistas controladores. Ademais, o teste t indicou que há diferença estatisticamente significativa entre coeficientes da adoção de práticas recomendadas dos dois grupos (B.DIF e A.DIF), sendo maiores nas empresas sem excesso de direito de voto em todas as estimações.

Os resultados reportados na Tabela 6 contrariam a terceira hipótese de pesquisa, que previa que a relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa seria mais forte nas empresas em que acionistas controladores detêm excesso de direitos de voto. A relação direta e negativa entre excesso de direitos de voto (EXC) e Q de Tobin sugere que investidores vejam esta característica da estrutura de propriedade das empresas brasileiras como um fator que eleva o risco de expropriação, conforme a literatura prevê (Claessens et al., 2002). Neste sentido, os resultados desta pesquisa sugerem que a presença de excesso de direitos de votos nas mãos de acionistas controladores pode estar prejudicando a percepção de valor das práticas avaliadas no informe de governança. Dentro do *framework* de Aguilera et al. (2008), o cumprimento do princípio “uma ação, um voto” por parte dos acionistas controladores parece estar funcionando como um fator complementar, necessário para a eficácia das práticas recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 7, há relação positiva e estatisticamente significativa de todos os índices de adoção de práticas de governança corporativa com o valor das empresas mais rentáveis (A.ROA). Nas empresas com menor rentabilidade (B.ROA), por sua vez, esta relação se apresenta positiva e estatisticamente significativa a nível de 1% apenas para o índice geral (estimação 1), e com menor significância para práticas relativas a conselho de administração (estimação 3) e órgãos de fiscalização e controle (estimação 5). Os testes de diferença de coeficientes (teste t) corroboram estes resultados, revelando que em todas as estimações os coeficientes das variáveis indicativas do nível de adoção das práticas de governança corporativa são maiores nas empresas mais rentáveis (A.ROA) do que nas empresas menos rentáveis (B.ROA).

Os achados da Tabela 7 vão ao encontro do argumentado na quarta hipótese de pesquisa, de que a relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa brasileira é mais forte nas empresas mais rentáveis. A literatura aponta duas possíveis causas para estes achados. Por um lado, a maior disponibilidade de recursos nas empresas com maior rentabilidade pode agravar os conflitos de agência entre acionistas e gestores (Jensen, 1986). Por outro lado, a menor disponibilidade de recursos nas empresas com menor rentabilidade justifica a não adoção de muitas práticas de governança corporativa, dado seu custo de implementação e manutenção (Aguilera et al., 2008). Além destes efeitos amparados pela literatura, a baixa rentabilidade pode estar servindo como um sinal para o mercado de que a estrutura de governança da empresa não está sendo eficaz, fazendo com que os investidores deem menos importância às práticas que estão sendo adotadas pela empresa. Ademais, a ausência de relevância estatística da adoção de práticas de governança nas empresas com baixa rentabilidade reforça o argumento de que a abordagem *pratique ou explique* deve ser utilizada pelas empresas como forma de comunicar à sociedade as causas da não adoção de determinadas práticas de governança corporativa, quando não estão agregando valor à empresa.

Tabela 7

Práticas de governança corporativa e valor da empresa por rentabilidade

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q					
	1 GC = IGC	2 GC = ACI	3 GC = CA	4 GC = DIR	5 GC = FISC	6 GC = ETIC
B.ROA*IGC	0,729*** (0,272)					
A.ROA*IGC	1,417*** (0,266)					
B.ROA*ACI		-0,081 (0,218)				
A.ROA*ACI		0,531** (0,210)				
B.ROA*CA			0,405* (0,227)			
A.ROA*CA			1,173*** (0,224)			
B.ROA*DIR				0,189 (0,202)		
A.ROA*DIR				0,834*** (0,198)		
B.ROA*FISC					0,333* (0,179)	
A.ROA*FISC					1,023*** (0,179)	
B.ROA*ETIC						0,268 (0,201)
A.ROA*ETIC						0,894*** (0,195)
PROP	0,384*** (0,131)	0,289** (0,141)	0,369*** (0,131)	0,284** (0,129)	0,286** (0,126)	0,269** (0,127)
EXC	-0,507** (0,247)	-0,590** (0,267)	-0,595** (0,244)	-0,656*** (0,245)	-0,581** (0,244)	-0,641*** (0,245)
ROA	0,548 (0,336)	0,510 (0,343)	0,457 (0,335)	0,498 (0,343)	0,509 (0,332)	0,550* (0,333)
END	-0,647*** (0,189)	-0,635*** (0,193)	-0,608*** (0,189)	-0,642*** (0,191)	-0,642*** (0,189)	-0,621*** (0,191)
TAM	-0,087*** (0,025)	-0,037* (0,022)	-0,066*** (0,023)	-0,049** (0,022)	-0,073*** (0,024)	-0,068*** (0,025)
INTERCEPTO	1,544*** (0,350)	1,345*** (0,362)	1,465*** (0,349)	1,374*** (0,353)	1,666*** (0,356)	1,634*** (0,360)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	215,45***	185,59***	214,72***	201,76***	213,45***	201,33***
Teste t	39,15***	32,14***	43,81***	39,13***	40,99***	35,53***

Variável dependente: Q de Tobin (Q). **Variáveis explicativas de interesse:** interação do nível de adoção de práticas de governança (IGC, ACI, CA, DIR, FISC e ETIC) com variáveis binárias indicativas da rentabilidade (B.ROA = 298 observações com menor rentabilidade; A.ROA = 298 observações com maior rentabilidade). **Variáveis de controle:** concentração de propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END), tamanho (TAM) e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **Teste t:** teste de diferença de médias entre coeficientes de B.ROA e A.ROA. **Significância estatística:** 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

O endividamento, conforme observa-se na Tabela 8, não afeta de forma substancial o relacionamento entre adoção das práticas de governança corporativa e Q de Tobin, embora a significância estatística dos coeficientes referentes a práticas do conselho de administração (estimação 3) e de ética e conflitos de interesses (estimação 6) seja maior nas empresas menos endividadas (B.END). Estas diferenças são confirmadas pelo teste t, que revela que os coeficientes do índice geral de governança corporativa e dos subíndices de práticas referentes

a conselho de administração, órgãos de fiscalização e controle e ética e conflitos de interesse são estatisticamente superiores nas empresas menos endividadas (B.END) do que nas empresas mais endividadas (A.END).

Tabela 8

Práticas de governança corporativa e valor da empresa por endividamento

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q					
	1 GC = IGC	2 GC = ACI	3 GC = CA	4 GC = DIR	5 GC = FISC	6 GC = ETIC
B.END*IGC	1,290*** (0,281)					
A.END*IGC	1,034*** (0,281)					
B.END*ACI		0,358 (0,222)				
A.END*ACI		0,270 (0,226)				
B.END*CA			0,991*** (0,240)			
A.END*CA			0,675*** (0,236)			
B.END*DIR				0,657*** (0,208)		
A.END*DIR				0,437** (0,214)		
B.END*FISC					0,808*** (0,187)	
A.END*FISC					0,533*** (0,192)	
B.END*ETIC						0,763*** (0,207)
A.END*ETIC						0,533** (0,208)
PROP	0,445*** (0,136)	0,336** (0,144)	0,420*** (0,136)	0,348*** (0,134)	0,341*** (0,131)	0,313** (0,131)
EXC	-0,574** (0,254)	-0,611** (0,274)	-0,677*** (0,252)	-0,739*** (0,252)	-0,692*** (0,252)	-0,705*** (0,252)
ROA	1,512*** (0,312)	1,385*** (0,317)	1,460*** (0,312)	1,488*** (0,316)	1,440*** (0,312)	1,414*** (0,313)
END	-0,388 (0,272)	-0,572** (0,275)	-0,311 (0,270)	-0,410 (0,272)	-0,358 (0,261)	-0,389 (0,268)
TAM	-0,092*** (0,026)	-0,038* (0,023)	-0,068*** (0,024)	-0,049** (0,023)	-0,074*** (0,024)	-0,073*** (0,025)
INTERCEPTO	1,547*** (0,366)	1,222*** (0,377)	1,485*** (0,366)	1,315*** (0,368)	1,694*** (0,372)	1,667*** (0,376)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	169,34***	146,07***	164,51***	155,89***	166,22***	159,98***
Teste t	3,06*	0,39	4,18**	2,61	3,82*	2,78*

Variável dependente: Q de Tobin (Q). **Variáveis explicativas de interesse:** interação do nível de adoção de práticas de governança (IGC, ACI, CA, DIR, FISC e ETIC) com variáveis binárias indicativas do endividamento (B.END = 298 observações com menor endividamento; A.END = 298 observações com maior endividamento). **Variáveis de controle:** concentração de propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END), tamanho (TAM) e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **Teste t:** teste de diferença de médias entre coeficientes de B.END e A.END. **Significância estatística:** 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

Os resultados dos testes evidenciados na Tabela 8 não permitem refutar em todas as estimações a quinta hipótese de pesquisa, na qual se argumenta que a relação entre nível de Governança Corporativa e Valor das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: uma Análise do Informe de Governança

adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa brasileira é mais forte nas empresas menos endividadas. Entretanto, observa-se que o efeito do endividamento não é igual sobre todos os conjuntos de práticas de governança corporativa recomendadas. A função de monitoramento dos credores nas empresas mais endividadas (Nascimento et al., 2018) parece estar reduzindo o papel apenas do conselho de administração, dos órgãos de fiscalização e controle e de mecanismos de gerenciamento de conflitos de interesses. A relação entre acionistas/gestores e credores também gera conflitos de agência, em especial decorrente de decisões de investimentos pode transferir o risco dos acionistas para os credores (Jensen & Meckling, 1976), o que eleva a necessidade de mecanismos de governança corporativa capazes de reduzir o risco de decisões gerenciais que prejudiquem os interesses dos credores (diretoria).

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 9, o nível de adoção de práticas recomendadas no informe de governança apresenta relação positiva com o valor das empresas maiores em todas as estimações (considerando o índice geral e os subíndices). Em empresas menores, além de se observar que os coeficientes são menores, não há significância estatística na relação entre a adoção de práticas relativas aos acionistas com o valor da empresa (estimação 2). Os testes de diferença de coeficientes (teste t), por sua vez, indicam que os coeficientes referentes ao nível de adoção de práticas de governança corporativa em empresas maiores (A.TAM) são estatisticamente superiores aos coeficientes referentes à amostra de empresas menores (B.TAM).

A sexta hipótese de pesquisa, segundo a qual a relação entre nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança e valor da empresa brasileira é mais forte nas empresas maiores, encontra respaldo nos resultados dos testes apresentados na Tabela 9. A maior complexidade e a maior disponibilidade de recursos podem elevar a magnitude dos conflitos de agência nas empresas maiores (Assunção et al., 2017; Silveira et al., 2009), o que pode explicar a necessidade de implementar um conjunto maior de práticas de governança corporativa. Ademais, sob a perspectiva do custo (Aguilera et al., 2008), empresas maiores tendem a dispor de mais recursos financeiros, o que torna o custo de implementação e manutenção de práticas adicionais de governança corporativa proporcionalmente menores. Empresas menores, neste sentido, podem justificar uma estrutura de governança corporativa menos complexa devido à menor exposição a riscos financeiros decorrentes de conflitos de agência e/ou alto custo de implementação/manutenção de uma estrutura de governança corporativa mais complexa.

Tabela 9

Práticas de governança corporativa e valor da empresa por tamanho

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q					
	1 GC = IGC	2 GC = ACI	3 GC = CA	4 GC = DE	5 GC = FISC	6 GC = ETIC
B.TAM*IGC	0,979*** (0,278)					
A.TAM*IGC	1,413*** (0,284)					
B.TAM*ACI		0,090 (0,223)				
A.TAM*ACI		0,534** (0,222)				
B.TAM*CA			0,586** (0,237)			
A.TAM*CA			1,082*** (0,240)			
B.TAM*DIR				0,419** (0,207)		
A.TAM*DIR				0,779*** (0,217)		
B.TAM*FISC					0,556*** (0,187)	
A.TAM*FISC					0,858*** (0,196)	
B.TAM*ETIC						0,522*** (0,200)
A.TAM*ETIC						0,931*** (0,218)
PROP	0,388*** (0,135)	0,286** (0,144)	0,365*** (0,135)	0,298** (0,133)	0,289** (0,130)	0,255** (0,130)
EXC	-0,598** (0,253)	-0,663** (0,273)	-0,713*** (0,251)	-0,751*** (0,251)	-0,683*** (0,251)	-0,722*** (0,251)
ROA	1,445*** (0,310)	1,320*** (0,314)	1,399*** (0,310)	1,420*** (0,315)	1,396*** (0,311)	1,348*** (0,311)
END	-0,777*** (0,195)	-0,743*** (0,197)	-0,756*** (0,195)	-0,754*** (0,197)	-0,734*** (0,196)	-0,762*** (0,196)
TAM	-0,155*** (0,034)	-0,100*** (0,030)	-0,134*** (0,032)	-0,107*** (0,032)	-0,119*** (0,033)	-0,137*** (0,033)
INTERCEPTO	2,336*** (0,482)	2,120*** (0,480)	2,316*** (0,480)	2,031*** (0,492)	2,209*** (0,483)	2,428*** (0,477)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	175,66***	157,18***	170,98***	160,31***	166,49***	166,99***
Teste t	8,01***	9,32***	9,29***	6,13**	4,03**	8,33***

Variável dependente: Q de Tobin (Q). **Variáveis explicativas de interesse:** interação do nível de adoção de práticas de governança (IGC, ACI, CA, DIR, FISC e ETIC) com variáveis binárias indicativas do tamanho (B.TAM = 298 observações com menor tamanho; A.TAM = 298 observações com maior tamanho). **Variáveis de controle:** concentração de propriedade (PROP), excesso de direitos de voto (EXC), retorno sobre ativos (ROA), endividamento (END), tamanho (TAM) e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **Teste t:** teste de diferença de médias entre coeficientes de B.TAM e A.TAM. **Significância estatística:** 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

A análise conjunta das Tabelas 5 a 9 corroboram a abordagem contingencial da governança corporativa (Aguilera et al., 2008; Dedman & Filatotchev, 2008), indicando que fatores do ambiente organizacional (excesso de direitos de voto, rentabilidade, endividamento e tamanho) podem afetar a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa. Estes resultados também reforçam um dos pressupostos da abordagem *pratique ou explique*, de que

as empresas devem buscar um sistema de governança corporativa que seja mais adequado à sua realidade, mesmo que em desacordo com as recomendações do código de governança corporativa (Luo & Salterio, 2014). Esta constatação permite inferir que a divulgação do informe de governança, dentro da abordagem *pratique ou explique*, pode ser um meio de redução de assimetria informacional eficaz, ao oportunizar às empresas explicarem os contextos organizacionais específicos que levam à não conformidade com o Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas), e apresentar, caso haja, quais medidas alternativas são adotadas para mitigar os efeitos dos problemas de agência existentes.

6 Conclusões

Este trabalho verificou se a adoção das práticas avaliadas no informe de governança agrega valor para as empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados revelaram relação positiva entre índices de adoção das práticas de governança corporativa recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas) e valor da empresa, indicando que a adoção destas práticas agrega valor à empresa brasileira. Ademais, observou-se que esta relação é contingenciada por quatro fatores do ambiente organizacional indicativos da magnitude dos conflitos de agência: excesso de direitos de voto dos acionistas controladores, rentabilidade, endividamento e tamanho da empresa.

O trabalho contribui com a literatura em Governança Corporativa ao discutir a efetividade da abordagem *pratique ou explique* em um país cujo mercado de capitais está em desenvolvimento, indicando que esta abordagem pode contribuir para a maior adoção de práticas recomendadas nos códigos de boa governança e avaliação da qualidade da estrutura de governança adotada pelas empresas, embora a literatura tenha apontado para deficiências nas justificativas apresentadas pela não adoção. O trabalho também contribui para o estudo da abordagem contingencial da governança corporativa, ao analisar a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e valor da empresa considerando características específicas da empresa, e mostrando que estas características podem ser fatores contingenciais à eficácia da adoção de práticas de governança corporativa.

Na prática, este trabalho traz evidências de que o informe de governança pode ser utilizado por participantes do mercado e acadêmicos para avaliar a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras, uma vez que o nível de adoção das práticas recomendadas está positivamente relacionado com o valor de mercado. Neste sentido, as empresas podem agregar valor ao buscar maior adoção das práticas avaliadas no informe de governança, analisando das práticas recomendadas pelo código que ainda não foram integralmente adotadas e que têm maior relevância para a governança corporativa da empresa. Para órgãos reguladores e outras iniciativas voluntárias em governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, o crescimento contínuo do nível de adoção das práticas avaliadas no informe de governança aponta que a abordagem *pratique ou explique* pode ser um modelo eficaz de código de governança corporativa em promover o aprimoramento do sistema interno de governança corporativa das empresas brasileiras, seja por sua eficiência em reduzir os conflitos de agência, seja pela busca de maior legitimidade.

Por outro lado, a constatação de que características da empresa podem afetar a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e valor da empresa e de que há conjuntos de práticas que são mais eficazes do que outras a depender destas características reforça a necessidade de as empresas escolherem um conjunto de práticas mais adequado à sua realidade e melhorarem a qualidade das justificativas para a não adoção das práticas requeridas no código. Sem a melhor qualidade das justificativas o mercado poderá continuar penalizando as empresas

que não adotam as práticas recomendadas, reduzindo a eficácia da abordagem *pratique ou explique* no mercado de capitais brasileiro.

Esta pesquisa restringiu-se aos primeiros anos de obrigatoriedade da divulgação do informe de governança no mercado de capitais brasileiro, atendo-se ao nível de adoção das práticas recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa (Companhias Abertas) e sua relação com o valor da empresa brasileira, considerando principalmente as lentes teóricas da agência e da abordagem contingencial da governança corporativa. Futuras pesquisas devem investigar a persistência desta relação, em especial quando a divulgação do informe de governança estiver mais consolidada entre as empresas e os demais participantes do mercado. Pode-se também verificar a relação do nível de adoção das práticas recomendadas no código com outros *outputs* organizacionais, como desempenho financeiro e custo de capital. As diferenças dos resultados quando se analisou os subíndices que mensuram o nível de práticas relativas a áreas da governança corporativa indica a necessidade de se pesquisar de forma mais detalhada a eficácia de práticas específicas. Reforça-se ainda a necessidade de se analisar a evolução da qualidade das justificativas para a não adoção das práticas recomendadas e o efeito destas justificativas sobre o valor da empresa e outros *outputs* organizacionais, a fim de complementar a análise da relevância da divulgação do informe de governança. O estudo de outros fatores do ambiente organizacional que podem afetar a eficácia das práticas de governança corporativa pode revelar quais contingências devem ser consideradas por empresas ao elaborar seu sistema de governança corporativa e pelos demais participantes do mercado quando avaliam a qualidade deste sistema. Por fim, a discussão sobre a aplicação da abordagem *pratique ou explique* como forma de divulgação do compliance ao código de governança corporativa pode ser abordado a partir de outras lentes teóricas, como a teoria institucional e o *miscompliance* comportamental dos gestores.

Referências

- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376-387. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00737.x>
- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization Science*, 19(3), 475-492. <https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0322>
- Aldrichi, D. M., & Postali, F. A. (2011). Propriedade piramidal das empresas no Brasil. *Revista Economia*, 12(1), 27-48. http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27_48.pdf
- Araújo, G. A., Corrêa, L. A., Bressan, V. G. F., Barbosa, J. E. B. Neto, & Avelino, B. C. (2021). Relação entre fluxos de caixa livres e níveis de governança corporativa à luz da teoria da agência. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 20, e3206. <https://doi.org/10.16930/2237-7662202132061>
- Ahmad, S., Akbar, S., Kodwani, D., Halari, A., & Shah, S. Z. (2021). Compliance or non-compliance during financial crisis: Does it matter? *International Journal of Finance & Economics*, ahead of print. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2538>
- Assunção, R. R., Luca, M. M. M. D., & Vasconcelos, A. C. D. (2017). Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 213-228. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201702660>

- Black, B., Carvalho, A. G., Khanna, V., Kim, W., & Yurtoglu, B. (2020). Which Aspects of Corporate Governance Do and Do Not Matter in Emerging Markets. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 5(1), 137-177. <http://dx.doi.org/10.1561/108.00000043>
- Brandão, I. F. (2022). Análise da Literatura Empírica Sobre Estrutura de Propriedade no Mercado de Capitais Brasileiro. *RC&C. Revista de Contabilidade e Controladoria*, 14(1). <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v14i1.80646>
- Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. L. (2023). Configuração do controle acionário, governança corporativa e valor da empresa: uma análise das empresas brasileiras. *Estudios Gerenciales*, 39(169), 417-434. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2023.169.5922>.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, 11(1), 90-110. <https://doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.5>
- Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of finance*, 3(2), 71-103. <https://doi.org/10.1111/1468-2443.00034>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Comissão de valores mobiliários (2017). *Instrução CVM 587, de 8 de junho de 2017. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. Brasília, DF. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst587.html>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Crisóstomo, V. L. & Brandão, I. F. (2019). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 120-140. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- Cuervo-Cazurra, A., & Aguilera, R. (2004). The worldwide diffusion of codes of good governance. *Corporate Governance and Firm Organization*, 14, 318-348. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199269761.003.0015>
- Cueto, D. C. (2013). Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms in Latin America. *International Review of Economics & Finance*, 25, 310-325. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.07.008>
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222-241. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>
- Dedman, E., & Filatotchev, I. (2008). Corporate governance research: A contingency framework. *International Journal of Managerial Finance*. 4(4), 248-258. <https://doi.org/10.1108/17439130810902778>
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x>
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>

- Furio, C., Giomo, N., & Borsatto Junior, J. (2021). Análise das Estratégias de Recuperação da Legitimidade Social da Petrobrás Adotadas após os Episódios Recentes de Corrupção. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 16(2), 48-74.
https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.41917
- Goncharov, I., Werner, J. R., & Zimmermann, J. (2006). Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 432-445.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00516.x>
- Grupo de Trabalho Interagentes (2016). *Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas*. São Paulo: IBGC.
https://www.anbima.com.br/data/files/F8/D2/98/00/02D885104D66888568A80AC2/Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa_1_.pdf
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2019). *Pratique ou Explique: Análise qualitativa dos informes de governança 2018*. São Paulo: IBGC.
<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24088>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2019). *Pratique ou Explique: Análise quantitativa dos informes de governança 2019*. São Paulo: IBGC.
<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24124>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2020). *Pratique ou Explique: Análise quantitativa dos informes de governança 2020*. São Paulo: IBGC.
<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24359>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2021). *Pratique ou Explique: Análise quantitativa dos informes de governança 2021*. São Paulo: IBGC.
<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24488>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2022). *Pratique ou Explique: Análise quantitativa dos informes de governança 2022*. São Paulo: IBGC.
<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24593>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Keay, A. (2014). Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? *Legal Studies*, 34(2), 279-304. <https://doi.org/10.1111/lest.12014>
- Love, I. (2011). Corporate governance and performance around the world: What we know and what we don't. *The World Bank Research Observer*, 26(1), 42-70.
<https://doi.org/10.1093/wbro/lkp030>
- Luo, Y., & Salterio, S. E. (2014). Governance quality in a “comply or explain” governance disclosure regime. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 460-481.
<https://doi.org/10.1111/corg.12072>
- MacNeil, I., & Esser, I. M. (2022). The emergence of ‘comply or explain’ as a global model for corporate governance codes. *European Business Law Review*, 33(1), 1-56.
<https://doi.org/10.54648/eulr2022001>
- MacNeil, I., & Li, X. (2006). “Comply or Explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 486-496. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00524.x>
- Manzanares, M. D., & Leal, R. P. (2021). The first year of mandatory comply-or-explain in Brazil. *Latin American Business Review*, 22(1), 1-32.
<https://doi.org/10.1080/10978526.2020.1749844>

- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1991). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. In: Powell, W. W., & DiMaggio, P. J. (Ed.). *The new institutionalism in organizational analysis*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Mingone, R. S., Silva, C. L., Marion, J. C., & Santos, N. M. B. F. (2020). Divulgação do informe de governança corporativa (ICVM 586) e o impacto no retorno da ação. *Revista Científica Hermes*, 26, 56-76. <https://doi.org/10.21710/rch.v26i0.514>
- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681-1705. <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0728>
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 166-185. <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/366>
- Orihara, M., & Eshraghi, A. (2022). Corporate governance compliance and herding. *International Review of Financial Analysis*, 80, 102029. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102029>
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2021). *OECD Corporate Governance Factbook 2021*. Paris, França: OCDE. <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>
- Parente, P. H. N., Mota, A. F., Cabral, A. C. A., dSantos, S. M., & Brandão, I. F. (2014). Teoria institucional e disclosure de sustentabilidade: uma investigação no setor de energia elétrica. *Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 13(3), 889-918. <https://periodicos.unoesc.edu.br/race/article/view/4202>
- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2012). Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125-143. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, A., Santos, J., Santos, R., & Ranciaro Neto, A. (2022). Práticas de Governança e Desempenho de Cooperativas Financeiras Brasileiras com base na Segmentação no Sistema Financeiro Nacional (SFN). *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 17(1), 157-179. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.45155
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 3-32. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v4n1.2006.1153>
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1-15. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00661.x>