

## **ANÁLISE DOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

**THAÍS ALVES DOS SANTOS**

UFMG

thatha226@yahoo.com.br

**ANTÔNIO ARTUR DE SOUZA**

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

artur@face.ufmg.br

**DEBORAH MARA SIADE BARBOSA**

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

deborahsiade@yahoo.com.br

## **ANÁLISE DOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

### **Resumo**

Os possíveis conflitos existentes entre gestores e proprietários podem ser definidos como problemas de agência. A governança corporativa atua no estabelecimento de mecanismos de transparências que visam minimizar as assimetrias informacionais entre empresas e mercado financeiro, garantindo a sustentabilidade financeira das empresas. No escopo dos mecanismos de governança corporativa, grande parte dos estudos trabalha sob o foco dos benefícios gerados ao adotar as práticas de governança, dentre elas, destacam-se: o impacto na rentabilidade, produtividade e desempenho, assim como na diferenciação dos resultados financeiros baseados nos diversos níveis de governança adotados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O presente ensaio teórico se concentrou em realizar um levantamento do campo teórico da governança corporativa por meio da análise de dois modelos de mensuração da mesma. Os dois modelos de governança corporativa desenvolvido por pesquisadores brasileiros, classificam as empresas quanto a sua governança corporativa, contudo os trabalhos chegam a resultados distintos. Apesar de trabalharem com empresas de capital aberto do mercado acionário brasileiro, um conclui que a governança corporativa influencia na geração de valor da empresa enquanto o outro conclui que não influencia. Assim, destaca-se a necessidade de investigar as métricas de governança corporativa utilizadas em empresas nacionais.

**Palavras-chave:** problemas de agência, práticas de governança, governança corporativa

## **ANALYSIS OF THE CORPORATE GOVERNANCE EVALUATION MODELS IN THE BRAZILIAN STOCK MARKET**

### **Abstract**

Possible conflicts between managers and owners defined as agency problems. Corporate governance serves to establish transparency mechanisms to minimize informational asymmetries between companies and financial markets, ensuring the financial sustainability of companies. In the scope of corporate governance mechanisms, most studies work under the focus of the benefits generated by adopting governance practices, among which are: the impact on profitability, productivity and performance, as well as differentiation based financial results the various levels of governance adopted by the Brazilian Securities Commission (CVM). This theoretical essay focused on conducting a survey of the theoretical field of corporate governance through the analysis of two models for measuring the same. The two corporate governance models developed by Brazilian researchers classify companies as its corporate governance, yet the work come to different results. Despite working with publicly traded companies in the Brazilian stock market, one concludes that corporate governance influences the generation of the company's value while the other concluded that no influence. Thus, there is a need to investigate the corporate governance metrics used in domestic companies.

**Keywords:** agency problems, governance practices, corporate governance

## 1 Introdução

Em 2008, a crise do *subprime* trouxe à tona a discussão sobre os mecanismos de governança utilizados no mercado financeiro. Com a crise, identificou-se que o sistema possui falhas que podem causar impactos negativos em diversos agentes econômicos, questionando, assim, a qualidade do modelo de governança corporativa adotado por muitas economias avançadas ao redor do mundo (GUPTA, KRISHNAMURTI, TOURANI-RAD, 2010; CLAESSENS, S., YURTOGLU, 2012).

A governança corporativa atua no estabelecimento de mecanismos de transparências que visam minimizar as assimetrias informacionais entre empresas e mercado financeiro, garantindo a sustentabilidade financeira das empresas. A discussão sobre essas normas e códigos tem início no trabalho de Berle e Means (1932) quando os mesmos colocam em pauta a governança das companhias com estrutura de propriedade dispersas.

Em linhas gerais, os principais códigos de boas práticas ressaltam a importância de um conselho administrativo isento e imparcial para uma boa avaliação da companhia. O conselho administrativo independente, bem como indivíduos diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, são recomendações dos agentes de mercado que visam à austeridade e imparcialidade nas decisões desses atores (CVM, 2002; IBGC, 2004; OECD, 1998).

Para Silva, Kayo e Nardi (2012), o controle do mercado corporativo, ou seja, os mecanismos de governança, teria a função de ser uma ferramenta externa para correção e prevenção dos problemas de agência das firmas, visto que eliminaria ou limitaria a ação oportunista dos gestores. Essa função ganha maior relevância em mercados com severas assimetrias informacionais, a exemplo do mercado financeiro brasileiro.

A exigência dos mecanismos de governança no Brasil se tornou evidente a partir da reformulação, em 2001, da Lei das S.A. nº 6.404/76 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O intuito dessa reformulação visou a transparência das ações dos gestores das empresas, conselheiros, acionistas e também a tendência desenvolvida no mercado internacional por meio de uma cartilha sobre essa temática. Assim, além do mercado tradicional, passou a existir mais três segmentos diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 cujo objetivo foi estimular o interesse dos investidores pelo mercado brasileiro.

O Brasil, enquanto mercado emergente, tem passado por diversas transformações, buscando conquistar crescimento sólido e lugar de destaque na economia mundial. Atualmente, o país é considerado um mercado atraente para os investidores estrangeiros devido a uma variedade de fatores, sobretudo por ter conquistado relativa estabilidade econômica e política, ter controlado a inflação e estabelecer um mercado consumidor em expansão.

As consequências do crescimento econômico se refletem na atratividade do mercado de capitais brasileiro. Dados da bolsa brasileira (BM&FBOVESPA) mostram que em 2012 o volume de negociações aumentou 11% em relação ao ano anterior, aumentando a participação de investidores estrangeiros em 40% e elevando o número de empresas nacionais que buscam este mercado como opção de captação de recursos e diversificação de investimentos.

No escopo dos mecanismos de governança corporativa, grande parte dos estudos trabalha sob o foco dos benefícios gerados ao adotar as práticas de governança, dentre elas, destacam-se: o impacto na rentabilidade, produtividade e desempenho, assim como na diferenciação dos resultados financeiros baseados nos diversos níveis de governança adotados pela CVM (CATAPAN, COLAUTO E BARROS, 2013; CLAESSENS E YURTOGLU, 2012; ERFURTH E BEZERRA, 2013; GUPTA, KRISHNAMURTI E TOURANI-RAD, 2010; MELO *et al.*, 2013; SILVA, KAYO E NARDI, 2012).

Contudo, o critério de classificação de governança oferecido pela CVM sofre algumas críticas. Destarte, alguns trabalhos propõem a mensuração da governança corporativa das

empresas por outros mecanismos que englobem mais fatores do que o proposto pela CVM. Os trabalhos de Correia (2008) e Silveira (2004) são os dois principais trabalhos que abordaram sobre a criação de novos índices de governança corporativa.

Diante desse contexto, diversos autores vêm questionando ao longo dos anos os métodos de mensuração da governança das empresas e seu impacto para as mesmas. Desde o trabalho de Berle e Means (1932), diversos autores trazem modelos de governança que incorporam os mais diversos fatores das companhias, questionando a justificativa apresentada pelos autores quanto à influência somente da estrutura de capital.

Neste ínterim, este ensaio teórico tem como objetivo realizar um levantamento do campo teórico da governança corporativa por meio da análise de dois modelos de mensuração da mesma. Para tal apresenta-se brevemente o arcabouço teórico de governança corporativa e dois modelos de mensuração de governança corporativa de empresas brasileiras.

## **2 Fundamentos teóricos**

### **2.1 Teoria da Agência**

Os possíveis conflitos existentes entre gestores e proprietários podem ser definidos como problemas de agência. Uma relação de agência pode ser definida como um contrato em que o proprietário/investidor emprega um agente para realizar trabalhos em seu favor, para tal, o agente possuiu autonomia parcial ou total para tomar as decisões relacionadas ao trabalho para o qual foi contratado a fazer. Desta forma, o agente é o administrador contratado pelo proprietário (principal) para garantir seus interesses (JENSEN E MECKLING, 1976)

Martin, Santos e Dias Filho (2004) afirmam que para se compreender os conflitos entre agentes e proprietário torna-se necessário compreender as mudanças ocorridas no mundo moderno. A principal mudança é a alteração da estrutura societária das empresas, nas quais anteriormente estava concentrada em uma pessoa ou em um pequeno grupo e atualmente é composta por diversos acionistas. A alteração da estrutura societária tem como consequência a alteração da gestão das empresas com a separação entre acionistas, detentores do capital, e os administradores, gestores do capital.

Com a alteração da estrutura societária, surge a necessidade de definir normas sobre os direitos de propriedade das empresas. A determinação dos direitos de propriedade é definida por meio de contratos, assim o comportamento dos administradores dependerá da natureza desses contratos, tanto contratos explícitos como implícitos (COASE, 1937; ALCHIAN E DEMSETZ, 1972; FAMA E JENSEN, 1983).

“Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, há boas razões para se acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal” (JENSEN e MECKLING, 1976, pág. 308). O conflito entre os interesses dos gestores e dos proprietários se dá, entre outros fatores, em virtude do oportunismo, o que pode gerar custos de agência. Os custos de agência são os custos associados à negligência profissional e aos controles administrativos para preveni-la (BESANKO *et al*, 2006).

Ademais, o principal também pode limitar as divergências referente a seus interesses por meio do estabelecimento de incentivos aos agentes, desta forma tentam controlar a forma com que os agentes tomam suas decisões. Contudo, os incentivos para monitoramento e controle dos agentes incorrem nos custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976).

Como um dos focos da teoria da agência é o risco ao qual o principal e o agente estão submetidos, afinal, o agente pode assumir um comportamento oportunista nas suas ações ou em suas omissões, em benefício próprio. Sendo assim, a Teoria da Agência apresenta mecanismos que além de diagnosticar os problemas existentes tentam assegurar a construção de um contrato eficiente e que solucione as desavenças de interesse entre agente e principal (ROCHA *et al.*, 2012).

Jensen e Meckling (1976) afirmam que um acionista único também atua como gestor de uma firma hipotética, logo, este acionista busca maximizar a utilidade para si, ou seja, ele acumulará benefícios pecuniários e não pecuniários oriundos de sua atividade de gestão da firma. Como benefício não pecuniário, o autor apresenta o *status* que o gestor pode alcançar e que lhe proporcionará facilidades dentro da empresa. Os autores ainda consideram que, na ausência de impostos, poderá se alcançar uma combinação ótima de benefícios pecuniários e não pecuniários quando “a utilidade marginal resultante de uma unidade monetária adicional de gastos (medida líquida de quaisquer efeitos produtivos) for igual a cada item não pecuniário e igual à utilidade marginal resultante de uma unidade monetária adicional de poder de compra depois dos impostos (riqueza)”. Desta forma, cada unidade monetária gasta com benefícios que não contribuem para melhorar a produtividade da empresa, reduz na mesma proporção a riqueza dos acionistas. Assim se o proprietário-administrador vender os direitos sobre o capital próprio da empresa, os custos de agência serão gerados pela divergência das partes.

Na maioria das relações de agência, tanto agente como principal, gerarão custos de agência associados ao monitoramento e à concessão de garantias contratuais, o que não elimina a divergência sobre as decisões tomadas pelo agente. Jensen e Meckling (1976) afirmam que os custos de agência podem ser definidos como a soma dos custos de monitoramento, custos com coberturas de seguros e perdas residuais.

Os custos de monitoramento têm por objetivo de avaliar, acompanhar e restringir o comportamento dos gestores (agente) no que se refere às suas atuações que melhor atendam aos interesses dos proprietários (principal) são incorridos gastos com a estruturação de sistemas de informações, com controles, com auditorias e outras despesas diretas, com o intuito de evitar uma situação de oportunismo por parte do agente.

Os custos com coberturas de seguros são os gastos incorridos pela empresa para criar mecanismos de proteção contra danos causados por atos desonestos (oportunismo) do agente. Geralmente são realizados contratos de seguros com outra companhia, por exemplo, que concorda em reembolsar até um determinado limite de valor, caso ocorram perdas para a empresa decorrentes de atitudes de oportunismo de seus administradores.

Por fim, as perdas residuais são as perdas decorrentes das divergências de comportamento ocorridas entre as decisões tomadas pelos agentes e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal. Podem ser consideradas como perdas de oportunidades de tomada de decisão para o principal, que nem sempre são de fácil mensuração.

Os autores ainda afirmam que os custos de agência também dependerão do custo de mensurar e avaliar o desempenho do agente, do custo de implementar um índice para definir a remuneração do administrador, sendo que, o proprietário deverá estar satisfeito com a mesma. Por fim do custo de implementar e elaborar regras comportamentais específicas.

As relações contratuais formam a essência da firma, contratos com fornecedores, clientes, credores, agentes e principais. Os custos de agência e monitoramento são factíveis a todos esses contratos, independente da existência de uma produção coletiva. Isso porque todas as empresas não passam de ficções legais, ou seja, servem como ponto de conexão para o conjunto de relações dos indivíduos da firma, também caracterizada pela existência de direitos residuais divisíveis, ou seja, os ativos e os fluxos de caixa da empresa que podem ser vendidos sem a permissão dos demais participantes do contrato (COASE, 1937; Alchian e Demsetz, 1972; JENSEN e MECKLING, 1976).

Das relações contratuais, a teoria da agência aponta como um aspecto essencial a existência de uma relação conflituosa entre os objetivos que compõem a firma, considerada um conjunto de contratos. A tomada de decisão em benefício de uma das partes pode se dar de maneira inconsciente. Jensen e Meckling (1994) afirmam que o modelo de comportamento humano que fundamenta a teoria da agência pode ser descrito como “*resourceful, evaluative, maximizing model – REMM*”.

Neste modelo de comportamento humano os indivíduos são considerados avaliadores pois eles se preocupam com uma diversidade de fatores, que vão desde o conhecimento à riqueza e normas de conduta. Estão dispostos a trocar uma quantidade menor de um determinado produto em detrimento de uma quantidade maior de outros produtos. E possuem preferências efêmeras. Os indivíduos também apresentam desejos ilimitados e maximizadores, ou seja, eles normalmente direcionam suas ações para que alcancem o valor máximo possível em cada atividade. Sendo limitados por fatores como leis, riquezas, tempo e conhecimento restrito. Por fim, o modelo de comportamento humano afirma que os indivíduos são criativos e capazes de adaptar as mudanças de seu ambiente (JENSEN e MECKLING, 1994). Assim, de acordo com Silva, Kayo e Nardi (2012), o controle do mercado corporativo teria como função ser um mecanismo externo para correção e prevenção dos problemas de agência nas firmas, visto que eliminaria ou limitaria a atuação oportunista dos gestores.

## **2.2 Governança corporativa**

O interesse sobre a temática da governança corporativa apresenta ao longo dos anos um rápido crescimento, tanto no meio empresarial, como no meio acadêmico (BEBCHU e WEISBACH, 2010). A governança corporativa tem como marco inicial o trabalho de Berle e Means (1932). Neste trabalho os autores analisam a composição acionária das grandes empresas norte-americanas discutem sobre os conflitos de interesse nas sociedades com estrutura de capital pulverizadas. Os autores também discutem os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle já vigente em algumas corporações dos Estados Unidos. Ainda observaram que a pulverização da propriedade tende a fortalecer o poder dos gestores, aumentando a chance dos mesmos agirem em seu próprio interesse, negligenciando assim o interesse dos acionistas.

Dallas (1988) afirma que o modelo tradicional de governança se baseia no conceito de que os acionistas são os “donos” da corporação, e por este motivo, eles têm o direito de controlar a empresa de acordo com seus interesses. Contudo as diferentes estruturas legais de governança afetam diretamente a estrutura de propriedade da empresa. Em países cuja estrutura legal de proteção ao acionista é eficiente as companhias de capital aberto normalmente apresentam a estrutura de propriedade difusa, ademais, o mercado financeiro desses países são melhor desenvolvidos (LAPORTA ET AL., 1998, 2000).

Definida como mecanismos de garantir ao fornecedor de capital os retornos sobre os investimentos realizados, a governança corporativa também pode ser caracterizada como uma relação contratual entre os fornecedores de capital e a empresa. Para tanto a relação contratual deverá ser regida por uma série de normas internas e externas da empresa, como o estatuto social e legislação vigente. Ademais, a eficiência com a qual a administração financeira da instituição é executada está relacionada com qualidade da governança adotada pela mesma (WILLIANSO, 1983, 1984, 1988).

Andrade e Rossetti (2007, p. 24) definem a governança corporativa como sendo “meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível”. Os autores consideram que uma empresa com mecanismos de governança corporativa está menos exposta aos riscos de gestão e do mercado, o que aumenta a confiança dos investidores. Ademais, a adoção de práticas de governança corporativa fortalece o mercado de capitais em que as empresas estão alocadas.

Sendo assim, a adoção de mecanismos de governança corporativa se torna uma opção para as empresas minimizar a assimetria de informações e os problemas de agência. Estes mecanismos proporcionam o aumento da evidência das decisões tomadas pelos gestores, proporcionando maior transparência e confiança aos investidores (CARVALHO, 2002; SILVEIRA, 2004; AKSU e KOSEDAG, 2006).

Roe (2005) apresenta alguns problemas centrais à governança corporativa, sendo eles a governança corporativa externa, a governança corporativa horizontal e a governança corporativa vertical. A governança corporativa externa está relacionada a legitimidade corporativa, neste caso as políticas da empresa que nortearão a governança podem ser feitas por agentes internos com o intuito de se proteger dos externos, assim como podem ser oriundas dos agentes externos como as leis e normas que limitam como a firma será governada.

Já a governança corporativa horizontal tem como objetivo limitar a ação do acionista majoritário, principalmente em países cuja característica das empresas é o capital pouco pulverizado. Por fim, a governança corporativa vertical aborda sobre os custos de agência gerenciais, os problemas relacionados com a garantia de que os gestores irão trabalhar em função do interesse dos acionistas em empresas com capital pulverizado.

LaPorta *et al.* (1998) incorporam ao conceito de governança corporativa o problema de agência, pois a definem como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, externo e interno, com vistas a minimização de custos gerados pelo conflito dos gestores. A CVM, por conseguinte, apresenta a governança corporativa como um conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, de desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia (CVM, 2002).

Oliveira Neto, Medeiros e Queiroz (2012) afirmam que o melhor nível de governança corporativa reduz custos associados à incorporação de informação aos preços dos ativos da empresa. Os autores mediram a diferença de incorporação das informações em empresas do Índice de Governança Corporativa (IGC) e Índice Brasil (IBrX), concluindo que o mercado com governança corporativa incorpora as informações mais rapidamente.

Melhores níveis de governança corporativa indicam a existência de maior transparência nas informações ao mercado, consequentemente o nível de informação privada diminui (OLIVEIRA NETO, MEDEIROS e QUEIROZ, 2012). Easley e O'Hara (2004) e Botosan, Plumlee e Xie (2004) afirmam que na presença de dificuldade de processamento das informações o custo do capital cresce a fim de compensar o risco adicional pela dificuldade de veiculação da informação. Assim, como os investidores esperam ter o retorno de seu investimento, empresas com maior nível de governança tendem a minimizar o custo pela dificuldade de processamento das informações.

Ademais, Goergen e Renneboog (2008), asseveram que por meio de dispositivos contratuais as companhias podem se desviar dos padrões nacionais de governança estabelecidos. Fama e Jensen (1983), Stulz (1988), Short e Keasey (1994) afirmam que os mecanismos de governança corporativa perdem a eficiência de proteção aos acionistas quando o conselho de administração da empresa tem algum tipo de participação na propriedade suficiente para ter poder de decisão. Desta forma nas empresas que possuem dois tipos de classe de ações, conforme Jarrel e Poulsen (1988), aumenta a capacidade dos administradores de evitar determinados mecanismos de governança

Gompers, Ishii e Metrick (2003) ao estudar o mercado americano observaram que as empresas com bons níveis de governança tem maior valor de mercado. No Brasil, estudos como os de Silva (2004), Silva e Leal (2005) e Silveira, Barros e Famá (2006) encontraram o mesmo resultado. Ainda pode-se destacar os estudos de Black (2001) para o mercado russo e Joh (2003) para o mercado coreano.

Os melhores níveis de governança corporativa estão relacionados com a alavancagem financeira das empresas (SILVEIRA, PEROBELLI E BARROS, 2008), possivelmente o que será determinante da estrutura de capital da empresa, como atesta Jensen e Mecling (1976).

A principal recompensa de uma empresa que adota mecanismos de governança é a redução do seu custo de capital. Esta redução possivelmente virá acompanhada do aumento do valor de mercado da empresa e do aumento gama de alternativas de investimentos futuros, e

isto, segundo os autores, poderá gerar um segundo aumento no seu valor de mercado. Contudo, para que estes fatores se concretizem é necessário que o mercado em que a empresa está inserida seja confiável aos investidores (OLIVEIRA NETO, MEDEIROS E QUEIROZ, 2012).

### 2.2.1 Governança corporativa no Brasil

A necessidade de modernização das práticas gerenciais das empresas brasileiras colocou em questão a prática de um mecanismo externo de controle dos agentes, a governança corporativa, cujo objetivo também foi tornar as empresas mais competitivas em mercados internacionais. Além do mais, a entrada de investidores estrangeiros forçou as empresas a adotarem boas práticas de governança corporativa.

Neste seguimento, cinco ações denotam o esforço brasileiro em tornar as companhias nacionais mais competitivas em mercados internacionais: reestruturação da Lei das SA's cujo objetivo foi a melhoria da proteção dos direitos dos acionistas minoritários; a necessidade de propostas de códigos de governança corporativa, elaborados pela CVM, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC); o Plano Diretor do Mercado de Capitais que apresenta 50 ações para o fortalecimento do mercado (ROCCA, 2003); o fortalecimento dos princípios de responsabilidade social no Brasil e a apresentação dos níveis diferenciados de governança corporativa, em junho de 2002, pela BM&FBOVESPA (BERNARDES, BERTUCCI e BRANDÃO, 2006).

A implantação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), em 2001, pode ser considerada um dos principais marcos da temática no mercado nacional. Para participar dos NDGC as empresas precisam se comprometer com a adoção de práticas de governança corporativa, conforme regras estabelecidas pela BM&FBOVESPA. O objetivo da adesão aos NDGC é proporcionar as empresas nacionais maior confiabilidade perante o mercado acionário, tendo como consequência a atração de investidores ao mercado nacional (BM&FBOVESPA, 2015).

Quadro 1. Comparativo dos seguimentos de listagem de governança corporativa

	<b>Novo mercado (NM)</b>	<b>Nível 1 (N1)</b>	<b>Nível 2 (N2)</b>	<b>Tradicional</b>
<b>Percentual mínimo de ações em <i>free float</i></b>	25%	25%	25%	Não há regra
<b>Características das ações emitidas</b>	Somente ON	ON e PN (com direitos adicionais)	ON e PN	ON e PN
<b>Conselho de administração</b>	Mínimo de cinco membros, pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
<b>Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional</b>	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	IFRS	IFRS
<b>Concessão de <i>tag along</i></b>	100% para ações ON	100% para ações ON, 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
<b>Adoção da câmara de arbitragem do mercado</b>	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Adaptado de Clemente *et al.* (2014)

As práticas de governança corporativa com os NDGC, foram consolidadas com a criação do índice de governança (IGC). O IGC coloca as empresas classificadas de acordo com os NDGC, em índice de exigências crescentes, começando com o Nível 1, seguido do Nível 2 e do Novo Mercado. O grau de compromisso assumido pelas empresas é o que determina o nível em que cada empresa será alocada, a partir da adesão das companhias a qualquer nível, o compromisso é formalizado por meio de um contrato assinado pela BM&FBOVESPA, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. As partes se empenham em seguir as normas estabelecidas no Regulamento de Listagem do segmento específico, com os requisitos exigidos. Assim, as empresas se comprometem, voluntariamente, a adotar práticas adicionais às estabelecidas pela legislação brasileira.

Srouf (2005) ainda afirma que caso exista algum tipo de litígio envolvendo os interessados nos ativos das empresas, no Brasil, as empresas que pertencem aos NDGC assinam um termo no qual uma câmara arbitral é eleita para discussão das eventuais desavenças. O Quadro 1 apresenta um comparativo entre as exigências dos NDGC e o mercado tradicional.

Colombo e Galli (2010, p.35) afirmam que as empresas aderem aos NDGC pois acreditam que sua “ação sinalizará ao mercado um diferencial em relação aos seus pares, interferindo, positivamente, no preço de suas ações. Nesse sentido, há grande interesse do público por pesquisas empíricas que tentem evidenciar tais relações”. Contudo, Clemente *et al.* (2014) afirmam que os estudos que analisam adoção e migração de empresas nacionais para os segmentos diferenciados de governança corporativa apresentam conclusões conflitantes.

### **2.2.2 Modelos de governança corporativa**

A maioria dos trabalhos nacionais sobre governança corporativa, utiliza a classificação oferecida pela BM&FBOVESPA para classificação das empresas quanto a sua governança corporativa. Como abordado na sessão 2.2.1 a implantação dos níveis diferenciados de governança corporativa classificou às empresas quanto ao seu compromisso com a transparência de gestão de divulgação de informações, contudo este índice, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, não englobam a totalidade das empresas.

Desta forma os trabalhos de Correia (2008) e Silveira (2004) apresentam classificações das empresas quanto a sua governança, considerando a qualidade da mesma. Contudo os trabalhos em questão apresentam resultados distintos e serão a seguir.

A proposta do trabalho de Silveira (2004) é “avaliar se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas no Brasil”. A partir deste delineamento de pesquisa, o autor divide a pesquisa em três partes, nas quais ele investiga os determinantes da qualidade da governança corporativa, os determinantes da concentração de propriedade e, por fim, a relação entre governança e desempenho.

O autor não utiliza o índice de governança corporativa da BM&FBOVESPA para mensuração da governança das empresas estudadas. A pesquisa em questão envolve todas as companhias abertas não financeiras negociadas na BM&FBOVESPA e que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998 a 2002. Para atender a primeira parte de sua pesquisa o autor questiona quais as características que levam uma empresa a apresentar melhor governança corporativa em detrimento de outra em um mesmo ambiente contratual. Sendo assim o mesmo propõe a classificação destas empresas com base em suas características. Cabe ressaltar que todos os pressupostos de boa governança apresentados pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa foram utilizados e alguns outros fatores foram acrescentados, inclusive a adesão destas empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Os determinantes de governança corporativa estudados pelo autor têm como base principal o trabalho de Klapper e Love (2002). Assim ele estabelece que os determinantes de governança corporativa são: as oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação

(intangibilidade da atividade), tamanho da empresa, emissão de ADRs, adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, estrutura de propriedade, desempenho, indústria, identidade do acionista e índice de payout.

O autor utiliza essas características para criação do índice de governança das empresas – IGOV. Para composição deste o autor utiliza uma série de critérios a serem respondidos e pontuados de acordo com a característica das empresas e que culminam na classificação das empresas quanto a qualidade da sua governança corporativa. Ressalta-se que a identidade do acionista controlador não apresentou impactos à governança corporativa das empresas.

A segunda parte do trabalho de Silveira (2004) não será abordada no presente ensaio. A terceira parte, a relação entre governança e desempenho. Os resultados apontam uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho corporativo, para os resultados cujas regressões utilizaram as variáveis de rentabilidade. Ao passo que quando realizada as regressões com as variáveis de valor, a relação apesar de positiva não foi significativa. O que leva o autor a afirmar que a qualidade dos mecanismos de governança corporativa não influencia o valor de mercado das empresas. Essas diferenças leva o autor a afirmar que existe “a necessidade de um maior desenvolvimento da teoria sobre governança corporativa, de forma a melhor especificar ... os relacionamentos entre os diferentes mecanismos de governança”.

O segundo trabalho, Correia (2008), tem como proposta a construção de um índice de governança para as empresas brasileiras e sua validação. A autora trabalha com as empresas de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, no período de 1997 a 2006, sendo que a amostra foi constituída ano a ano. A governança corporativa é medida através de dimensões, sendo elas: a composição do conselho de administração, a estrutura de propriedade e de controle, as modalidades de incentivos aos administradores, a proteção dos acionistas minoritários e a transparência das informações publicadas.

Cada dimensão foi analisada para obtenção do índice de governança das empresas estudadas. Inicialmente a autora pode comprovar que ao longo dos anos observou-se uma tendência na melhora da qualidade da governança corporativa das empresas estudadas. O índice de governança então foi construído e confrontado com indicadores que refletem a confiança dos investidores nas empresas, como indicadores de liquidez, cotações e valor de mercado das companhias. Sendo assim, à medida que a qualidade da governança aumenta, os indicadores de confiança dos investidores também aumentam.

Assim como Silveira (2004), Correia (2008) analisa o relacionamento entre o índice de governança corporativa e a performance financeira das empresas estudadas. E apresenta como resultados uma relação positiva e significativa deste relacionamento, concluindo assim que o valor de mercado das companhias estudadas tem influência da qualidade da governança corporativa. O que contradiz os resultados encontrados por Silveira (2004).

**Quadro 2. Dimensões da governança corporativa**

<b>Indicadores de qualidade de governança corporativa</b>	
<b>Silveira (2004)</b>	<b>Correia (2008)</b>
Oportunidades futuras de crescimento	Conselho de administração
Natureza da operação (intangibilidade da atividade)	
Tamanho da empresa	Estrutura de propriedade e controle
Emissão de ADRs	
Adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA	Incentivos aos administradores
Estrutura de propriedade	
Desempenho	Proteção aos acionistas minoritários
Indústria	
Identidade do acionista	Transparência das informações publicadas
Índice de payout	

O Quadro 2 evidencia a diferença entre a mensuração do índice de governança corporativa dos dois autores. É possível que a diferença encontrada nos resultados possa ser explicada pela diferença das dimensões de governança pesquisadas e pelas variáveis utilizadas pelos autores.

### 2.3 Estudos brasileiros de governança corporativa

A temática de governança corporativa vem sendo amplamente pesquisada no mercado brasileiro. A grande maioria dos trabalhos investigam a influência da adoção de mecanismos de governança corporativas por empresas brasileiras. Contudo, a temática é abrangente e pode ser estudada por diferentes perspectivas: impactos da adoção dos mecanismos de governança corporativa, prática de *board interlocking*, impactos na estratégia da empresa, na volatilidade, no valor de mercado, na divulgação das informações contábeis, entre outros.

O Quadro 3 apresenta um levantamento de alguns trabalhos sobre a temática de governança corporativa. É possível perceber que os resultados encontrados em muitos casos são divergentes, podendo ser explicados pela amostra selecionada ou pelo período temporal estudado. Contudo é relevante salientar que a grande maioria dos trabalhos utilizam o índice de governança corporativa apresentados pela BM&FBOVESPA, ou seja, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Os trabalhos de Rodrigues *et al.* (2015), Souza *et al.* (2015), Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014), Caixe e Krauter (2014), Piccoli, Souza e Silva (2014), Machado e Famá (2011), Monte *et al.* (2010) e Ramos e Martinez (2006) evidenciam o uso da classificação apresentada pela BM&FBOVESPA.

De modo geral pode-se afirmar que os estudos de governança corporativa no Brasil se preocupam em apresentar e investigar os benefícios que a adoção dos mecanismos de governança pode proporcionar às empresas. Rodrigues *et al.* (2015), Souza *et al.* (2015) e Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014) apontam que a adoção de mecanismos de governança não influencia positivamente o valor de mercado das empresas brasileiras estudadas. Diferente do encontrado por Caixe e Karuter (2014) e Correia, Amaral e Louvet (2011), nestes trabalhos os autores concluem que a governança corporativa influencia positivamente o valor de mercado das empresas.

Alguns trabalhos como o de Correia, Amaral e Louvet (2011), Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Silveira e Barros (2008), não utilizam a classificação da BM&FBOVESPA de governança corporativa. O foco destas pesquisas está na qualidade da governança corporativa das empresas e como esta qualidade pode influenciar as empresas no seu valor de mercado. Contudo, os trabalhos de Silveira (2003) e Correia (2008) apresentam resultados distintos, onde o primeiro afirma que a governança corporativa não influencia no valor de mercado das empresas e o segundo que o valor de mercado é influenciado pela governança corporativa das empresas.

Quadro 3. Estudos brasileiros sobre governança corporativa

<b>Autor</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Principais resultados</b>
Rodrigues <i>et al.</i> (2015)	Analisar desempenho das empresas em níveis diferenciados de GC	A maioria não apresenta variação de desempenho ao aderir aos níveis diferenciados de GC
Souza <i>et al.</i> (2015)	Investigar a relação entre governança corporativa e o desempenho das ações das cias elétricas considerando a crise do <i>subprime</i> em 2008/2009	O valor de mercado e a volatilidade das empresas no Brasil não foram afetados durante o período estudado
Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014)	Analisar o impacto da adesão aos NDGC no valor da firma	Os resultados revelaram uma relação negativa e significativa
Antonelli <i>et al.</i> (2014)	Explicar a relação entre a adesão ou migração a um dos níveis	Os resultados indicam retornos anormais, contudo, não são suficientes para determinar a

	diferenciados de governança e a valorização das empresas.	janela que efetivamente representa a relação entre adesão ou migração.
Caixe e Krauter (2014)	Investigar se a adoção de mecanismos de governança influencia no valor de mercado das empresas.	Os resultados apontam que as empresas que participam de um dos três níveis de governança da BM&FBOVESPA são mais valorizadas.
Rossoni e Machado-da-Silva (2013)	Avaliam se a adesão ao Novo Mercado modera o efeito de legitimidade no valor da empresa.	Concluem que o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa sofre influência da legitimidade no valor das empresas
Correia, Amaral e Louvet (2011)	Construir e validar um índice para medir a qualidade da governança corporativa de empresas brasileiras.	Concluem que a boa governança possui um bom valor para o mercado.
Fernandes, Dias e Cunha (2010)	Analisar a existência de alterações no desempenho das companhias após a adesão aos níveis diferenciados de governança.	Não encontraram mudanças significativas no desempenho das empresas pesquisadas
Almeida <i>et al.</i> (2010)	Investigar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa de empresas brasileiras com investimentos públicos	As empresas apresentam um nível de governança acima da média das demais empresas.
Peixoto, Amaral e Correia (2014)	Analisar a relação entre governança corporativa e risco/custo do capital em empresas brasileiras de capital aberto em períodos de crise e não crise.	Os resultados apontaram que as medidas de risco/custo de capital não apresentaram relações significativas com o índice de governança.
Peixoto <i>et al.</i> (2014)	Analisar se os mecanismos de governança corporativa assumem importâncias distintas em diferentes ciclos econômicos.	Constatou-se que durante crises locais a dimensão de governança mais importante foi a compensação dos gestores. Ao passo que em crises globais e períodos de não crise, a proteção aos acionistas minoritários foi a relevante.
Silveira, Barros e Famá (2006)	Avaliar se a qualidade da governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas.	Os resultados apontam uma influência positiva e significativa da qualidade da governança no valor de mercado das companhias.
Silveira, Perobelli e Barros (2008)	Investigar a influência das práticas de governança corporativa na estrutura de capital das empresas	Os resultados apresentam uma influência significativa e positiva das práticas de governança na estrutura de capital das empresas.
Silveira e Barros (2008)	Avalia quais os fatores determinam que uma empresa apresente níveis de governança melhores que outras sob um mesmo ambiente contratual.	Os resultados mostraram que quanto maior o poder do acionista controlador, pior a qualidade da governança corporativa. Ademais, concluíram que as empresas grandes emissoras de ADRs também apresentam melhor nível de governança corporativa.
Silveira <i>et al.</i> (2009)	Analisa a evolução e os determinantes das práticas de governança corporativa de empresas brasileiras.	Concluem que a qualidade da governança corporativa das empresas tem melhorado, lentamente, ao longo dos anos e ainda pode ser considerada como pobre.

### 3. Considerações finais

A temática de governança corporativa vem sendo amplamente estudada. Contudo, os métodos de classificação da governança corporativa das empresas não são objetos da maioria das pesquisas desenvolvidas sobre este tema. Principalmente no Brasil, a temática vem sendo pesquisada sob a ótica da geração de valor e de benefícios gerados pela adoção de mecanismos de governança corporativa. Sendo assim, o objetivo deste ensaio teórico foi realizar um

levantamento do campo teórico da governança corporativa, baseado em dois modelos de mensuração da mesma, Silveira (2004) e Correia (2008).

Foi possível observar que desde o trabalho seminal de Berle e Means (1932) a temática da governança tem utilizado como base o controle dos agentes, baseados na teoria da agência de Jensen e Meckling (1976). A preocupação com as garantias dos investidores tem ocupado espaço cada dia maior nas organizações. A garantia de retornos dos investimentos realizados assegura que os investidores poderão continuar a investir seus recursos nas empresas. Entretanto, os resultados de que melhores níveis de governança corporativa, ou simplesmente a adoção de práticas de governança corporativa nas empresas, apresentam uma discordância, afinal alguns afirmam que eles não influenciam na empresa e outros que influenciam.

A padronização de mecanismos de governança no Brasil vem com a criação o índice de governança corporativa da BM&FBOVESPA. A classificação Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 é um conjunto crescente de características que algumas empresas devem possuir para serem consideradas empresas com boa governança e conseqüentemente empresas confiáveis. Neste contexto surge o seguinte questionamento: somente as empresas listadas no índice de governança corporativa são empresas que apresentam uma boa governança?

Destarte, espera-se que todas as empresas possuam um nível de governança e que este possa ser mensurado, assim como a classificação das empresas por sua governança apresentada nos trabalhos de Silveira (2004) e Correia (2008). Os referidos autores apresentam as classificações das empresas quanto à qualidade da governança corporativa, podendo, assim, estratificar as empresas de acordo com as características das mesmas. Essa temática vem se expandindo desde o trabalho *The modern corporation and private property* de Berle e Means (1988). Em grande parte, a expansão vem como consequência dos escândalos financeiros em diversos países e a crise do *subprime* em 2008.

Dada as circunstâncias que estes eventos deixam no mercado financeiro, eles se tornam amplamente discutidos no meio acadêmico e na mídia em geral. Surge, assim, a necessidade de apresentar para os investidores que as empresas são confiáveis e que o risco de investimentos em cada uma delas é minimizado pelas boas práticas de gestão. Neste contexto, este ensaio apresentou dois modelos de mensuração da qualidade da governança corporativa e a criação de um índice de governança que envolva a ampla maioria das empresas do mercado acionário brasileiro. Porém, ambos os trabalhos apresentam medidas de governança corporativa diferentes e resultados distintos quanto a geração de valor da empresa, destacando a necessidade de avaliar o porquê desses acontecimentos.

Ressalta-se, a necessidade de testes empíricos com os dois modelos apresentados neste trabalho, na tentativa de explicar o porquê dessa discrepância nos resultados. Uma vez que os autores Silveira (2004) e Correia (2008) utilizam diversas variáveis em comum. Assim, sugere-se como agenda de pesquisa um aprofundamento teórico do tema, incorporando mais modelos de mensuração da governança corporativa e realização de testes empíricos com empresas listadas na BM&FBOVESPA.

## Referências

- AKSU, M.; KOSEDAG, A. Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul stock exchange. **Corporate Governance**, 14(4), 277-296, 2006.
- ALCHIAN, A; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, vol. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimentos públicos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 37, p. 369-387, out/dez 2010.

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** (3a ed.). São Paulo: Atlas, 2007.
- ANTONELLI, R. A.; JESUS, M. C.; CLEMENTE, A.; CHEROBIM, A. P. M. S.; SCHERER, L. M. A adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e a valorização acionária. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador, v. 4, n. 1, p. 52-76, jan./abr., 2014
- BARNABÉ, A. A.; BONE, R. B. Impacto da governança corporativa nas ações de empresas brasileiras. **Revista BM&F nº 165.** 2005.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **The Review of Financial Studies**, 23(3), 325-346, 2010.
- Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, v. 4, n. 1, p. 77-89, jan./abr., 2014.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property.** New York: MacMillan, 1932.
- BERNADINO, F. F. M.; PEIXOTO, F. M.; NASCIMENTO, R. Governança corporativa e o valor da firma: um estudo brasileiro de empresas do setor elétrico. **RECADM**, v. 13, n. 2, Mai./Ago. 2014.
- BERNARDES, P.; BERTUCCI, J. L. O.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de Governança Corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **RAUSP – Revista de Administração**, USP, São Paulo, v.41, n.01 (p.183-195), 2006.
- BESANKO, D; DRANOVE, D. SHANLEY, M.; SHAEFER, S. **A economia da estratégia.** Porto Alegre. Bookman, 2006.
- BLACK, B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. **Emerging Markets Review**, 2, 89–108, 2001.
- BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A.; XIE, Y. The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital. **Review of Accounting Studies**, 9, 233–259, 2004.
- BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bmfBovespa.com.br>. Acesso em: 02/05/2015, 2015.
- BM&FBOVESPA. **Índices de ações do mercado brasileiro.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/BuscarIndices.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 12 fev. 2015, 2015a.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v.11, n.1, p. 96, Jan.-Mar. 2014 p. 96
- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Rausp. Revista de Administração da USP**, 37(3), 19-32, 2002.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 16, n. 2, p. 16-30, mai/ago 2013.
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B.B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review** (2012), doi:10.1016/j.ememar.2012.03.002
- CLEMENTE, A.; ANTONELLI, R. A.; SCHERER, L. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, 11 (2), 140-152, 2014.
- COASE, R. H. The nature of the firm, **Economica**, v.4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- COASE, R. H. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1-44, 1960.
- COASE, R.H. Discussion. **American Economic Review**, v. 54, n. 3, p. 194-197, 1964.
- COASE, R.H. The Federal Communications Commission. **Journal of Law and Economics**, v. 2, n. , p. 1-40, 1959.

- COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança corporativa no Brasil - Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, 9:26-37, 2010.
- CORREIA, L. F. **Um índice de governança para o Brasil** (Tese). Universidade Federal de Minas Gerais, 2008.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./fev./mar./abr. 2011
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 22, n.55, p. 45-63, jan./fev./mar./abr. 2011.
- CVM – COMISSÃO DE VALORES IMOBILIARIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em [www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br) Acesso em: 20 out. 2012.
- DALLAS, L.L. Two Models of Corporate Governance: Beyond Berle and Means. **Journal of Law Reform**, 22 U. Mich. 19, 1988
- Easley, D.; O'Hara, M. Information and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, 59, 1553–1583, 2004.
- ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **BASE – Rev. de Adm. e Contabilidade da Unisinos**. jan/mar. 2013
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law and Economics**, 26, 327–349, 1983.
- Fernandes, N. A. C.; Dias, W. O.; Cunha, J. V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. **Organizações em contexto**, Ano 6, n. 11, janeiro-junho 2010
- FERREIRA, R. N.; SANTOS, A. C.; LOPES, A. L. M.; NAZARETH, L. G. C.; FON-SESA, R. A. Governança Corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.
- GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. Contractual Corporate Governance. **Journal of Corporate Finance**, 14, 166–182, 2008.
- Gompers, P.; Ishii, J. L.; Metrick, A. Corporate Governance and Equity Price. **The Quarterly Journal of Economics**, 118, 107–155, 2003.
- GUPTA, K.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A. Is Corporate Governance Relevant during the Financial Crisis? **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money** (2010).
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. <http://www.ibgc.org.br/>. Acesso em: 30/01/2015
- JARREL, G.; POULSEN, A. B. Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence. **Journal of Financial Economics**, 20, 129–152, 1988.
- JENSEN, M. C. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. **Journal of Financial Economics**, 6, 95–101, 1978.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, 76 (2), 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305–360, 1976.
- JENSEN, M. C. Self-interests, altruism, incentives, and agency theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, vol. 7, n. 2, p. 40-45, 1994.
- LAPORTA, R.; LOPEZ-DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, 58, 3–27, 2000.
- LAPORTA, R.; LOPEZ-DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

MARTIN, N.; SANTOS, L. R.; DIAS FILHO, J. M. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 34, n. 1, p. 7-22, jan./abr. 2004.

MELO, R. S.; BATISTA, P. C. S.; MACEDO, A. C. M.; COSTA, R. B. L. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE**, jan./mar. 2013

MENDES-DA-SILVA, W.; ROSSONI, L.; MARTIN, D. M. L.; MARTELANC, R. A Influência das Redes de Relações Corporativas no Desempenho das Empresas do Novo Mercado da Bovespa. **XXXII Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro/RJ. 06 a 10 de setembro de 2008

OECD **OECD economic surveys**. Paris, 1998. Disponível em <http://www.oecd.org>. Acesso: 27 out 2012.

OLIVEIRA NETO, J. C. C.; MEDEIROS, O. B.; QUEIROZ, T. B. Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: lead-lag entre o IGC e o IBRX. **Revista Brasileira de Finanças**, vol 10, n. 1, pp. 149-172, 2012.

PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F. Governança corporativa, risco e custo de capital: uma análise durante crises ocorridas na primeira década do século XXI. **Gestão & Regionalidade**, v. 30, n. 90, set/dez 2014.

PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F. NEVES, J. C. C. Governança corporativa e crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 39, p. 119-133, agosto 2014.

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, ano 3, v. 1, n. 6, p. 143-164, jul/dez 2006.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGE**, v. 19, n. 2, p. 327-340, 2012.

RODRIGUES, M. M. S.; MUNIZ, R. M.; AMARAL, H. F.; FRANCISCO, J. R. S. Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa. **Economia e Gestão**, v. 15, n. 38, Jan./Mar. 2015

ROE, M. J. **The Institutions of Corporate Governance**. Pages 371–399 of: MENARD, C.; SHIRLET, M. M. (eds), **Handbook of New Institutional Economics**. Berlin: Springer, 2005.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas BM&F Bovespa. **RAE**, v. 53, n. 3, mai/jun 2013.

SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. M. *Board Interlocking* no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, n.2, v.5, pp 125-163, 2007.

SHORT, H.; KEASEY, K. Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidences from UK. **Journal of Corporate Finance**, 5, 79–101, 1999.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, 1998.

SILVA, A. L. C. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Políticas de Dividendos Das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, 39, 348–361, 2004.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, 3, 1–18, 2005.

SILVA, E. S.; KAYO, E. K.; NARDI, R. Y. S. **Governança corporativa e desempenho em aquisições de empresas**. XXXVI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro/RJ. 22 a 26 de setembro de 2012.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd**, ed. 61, vol. 14, n. 3, set/dez 2008.

- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, 2006.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos, Qualidade Da Governança Corporativa e Valor Das Companhias Abertas No Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, 4, 1–30, 2006.
- SILVEIRA, A. D. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **R.Adm.**, São Paulo, v.44, n.3, p.173-189, jul./ago./set. 2009
- SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes de estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul./Set. 2008.
- SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e Os Determinantes Da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas No Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, [online], 12, 763–788, 2008.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil (Tese). Universidade de São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. C. B.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas cias abertas: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março, 2003.
- SMITH, C. Option pricing: a review. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 1/2, p. 3-52, 1976.
- SOUZA, G. H. S.; LIMA, N. C.; BARBOSA, F. B.; COUTINHO, A. C.; ALBUQUERQUE, A. A. Corporate governance and performance of the stocks of companies from the Brazilian electricity sector listed in Bovespa. **Revista de Negócios**, v. 20, n. 1, p. 13-28, April, 2015
- SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo Sobre a Conduta e Performance Das Firms Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, 59, 635–674, 2005.
- STULZ, R. M. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. **Journal of Financial Economics**, 20, 25–54, 1988.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, 43, 567–591, 1988.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate Governance. **Yale Law Journal**, 93, 1197–1230, 1984.
- WILLIAMSON, O. E. Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange. **The American Economic Review**, 73, 519–540, 1983.